

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2011年11月15日（14:00～16:06）

11月16日（9:00～12:44）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 白川方明（総 裁）
山口廣秀（副 総 裁）^(注)
西村清彦（ 〃 ）
中村清次（審議委員）
亀崎英敏（ 〃 ）
宮尾龍蔵（ 〃 ）
森本宜久（ 〃 ）
白井さゆり（ 〃 ）
石田浩二（ 〃 ）

(注) 山口委員は、参議院予算委員会出席のため、15日15:12～16:06の間、会議を欠席した。

政府からの出席者：

財務省	佐藤慎一	大臣官房総括審議官（15日）
	藤田幸久	財務副大臣（16日）
内閣府	梅溪健児	政策統括官（経済財政運営担当）（15日）
	石田勝之	内閣府副大臣（16日）

（執行部からの報告者）

理事	中曾 宏
理事	雨宮正佳
理事	木下信行
企画局長	門間一夫
企画局政策企画課長	神山一成
金融市場局長	青木周平
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	関根敏隆
国際局長	大野英昭

（事務局）

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	橋 朋廣
企画局企画役	上口洋司
企画局企画役	浜野邦彦

I. 開会

(14 時 00 分開会)

白川議長

金融政策決定会合を開催する。初めに議事の進行についてご説明する。本日は、金融経済情勢に関する執行部の報告、明日は、最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営等に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に 10 月 27 日開催の決定会合の議事要旨の承認である。ここで政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは佐藤慎一大臣官房総括審議官である。内閣府からは梅溪健児政策統括官である。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

なお、本日、山口副総裁は、参議院予算委員会出席のため途中退席する予定となっている。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢について執行部から報告をしてもらう。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

白川議長

最初に、金融調節、金融・為替市場動向からお願いします。

青木金融市場局長

それでは、資料－1、2（参考計表）【追加】に沿ってご説明申し上げます。まず、図表 1－1 からご覧頂きたい。当預残高であるが、前回会合の前後には 30 兆円程度の水準にあったが、11 月 2 日に為替介入に伴う円資金が

流入すると、37兆円台に増加して、足許まで36～38兆円台、震災後に一時42兆円台まで増加した時期を除くと既往最高の水準で推移している。なお、図表1-2で3月以降の当座預金残高をみると、当座預金の増加が網掛け灰色の外銀の部分と真っ黒の都銀の部分で大きいことがみて取れる。図表1-1、無担保コールレート（オーバーナイト物）の金利であるが、当預残高の大幅な増加にもかかわらず、概ね0.07%台での落ち着いた動きとなっている。これは、為替介入もあって手許円資金が増えた外銀が、コールではなく主にレポで運用していることや、コールの取り手である地銀については、介入による大きな円資金流入がみられないということもあって、コール資金の需給が緩まなかったためと考えられる。

図表1-5、最近のオペ結果をご覧頂きたい。資金供給オペの表の金利入札オペについては、資金余剰感が極めて強いことから、頻度を一段と減らしつつも、国債発行に伴う資金不足や、あるいはオペの期落ちに対応する形で実施している。資金需要の乏しさを反映して、応札倍率は相当低くなっており、11月2日および4日オファー分については、大幅な札割れとなった。こうしたことから、金利入札オペの残高は、5兆円強と年初来の最低水準で推移している。国債買入れは、会合間に月々の買入額の半分——およそ9,000億円——を実行し、応札倍率は3倍前後で安定していた。資産買入等基金の運営の表をご覧頂きたい。固定金利の共通担保資金供給オペであるが、会合間に既往実行分のロール・オーバー5本を実行した。9月半ば以降は、比較的安定した応札がみられていたが、11月2日の為替介入資金流入後は、資金余剰感の一段の強まりから、3か月物の応札倍率が、1.1～1.2倍とこれまでの最低レベルに低下した。もっとも、直近では介入直後の資金余剰感が若干後退するもとの、3か月物の応札倍率は、2.0倍へとやや上昇している。短期国債の買入れについては、10月31日に再開後2回目となる買入れを実施して、3.71倍の応札があった。長期国債買入れは、前回決定会合で残高目標が4兆円から9兆円に引き上げられたことを受けて、1回当たりの買入額を従来の1,500億円から2,500億円に増額のうえ実施した。応札倍率が4倍近くに達したほか、落札レー

トも概ね2年債利回りの市場実勢並みとなり、順調な結果であったと言える。今後、月2回、1回当たり2,500~3,000億円のペースを基本として、買入れを進める予定である。社債等買入れについては、従来どおり、月1回、1,500億円で買入れを続けてきているが、11月9日オファー分は1,441億円の応札にとどまり、基金オペとして初の札割れとなった。投資家の社債運用ニーズは強く、クレジット・スプレッドも低位で安定する一方、買入対象銘柄の市中残存額が限られていることから、社債買入れはこのところ1倍台の低調な応札が続いていたが、今回の札割れについては、足許の資金余剰感の強まりを反映した売却意欲の後退といった一時的な要因が寄与しているのかもしれない。この間、CP等買入れについては、落札レートが0.106%で下げ止まり、応札倍率も2倍台が維持され、安定的に実施できている。次の表のETF、J-REITについては、それぞれ2回328億円、5回35億円の買入れを行った。こうした買入等の結果、資産買入等基金の残高は、11月14日時点で、目標の55兆円に対し40.6兆円、うち資産買入れの残高は、目標の20兆円に対し8.6兆円となっている。米ドル資金供給オペについては、週1回のペースで1週間物を、月1回のペースで3か月物をオファーしているが、11月2日と8日のオファーに合計1億300万ドルの応札があった。金額からみて、テスト目的での調達という色彩が強いものの、為替介入の影響もあって、円投ドル転コストが大幅に上昇するもとの、1.1%というドルオペによる調達コストの魅力が高まっていることも背景にあるものと思われる。

図表2-1、(2)をご覧ください。短期金利は、全体として低位安定が続いているが、本行の潤沢な資金供給に為替介入に伴う円資金が上乘せされる形で、一時的にかなり余剰感が強まった。レポ金利をみると、11月上旬の数日間、当預付利金利を下回る水準で推移している。これは、ドル買い介入に伴い円資金の流入とドルの円転コスト低下が生じ、外銀のレポ運用が増加したことを反映している。外銀の場合、日銀当預残高に上限を設けている先もあり、こうした先が0.1%以下でのレポ放出を増やしたようである。レポ金利は、その後、円転有利の地合いが後退するに伴い、概

ね以前の水準に戻りつつある。この間、一旦実勢レートが上昇した短国金利であるが、海外勢の需要を見込んだ証券会社の買いや、レポ金利の低下を背景に、再び0.1%程度へと低下したが、年末を前にバランスシートの拡大に慎重な海外勢の引き合いは思ったほど強くなく、短国レートには持ち直しの動きもみられる。この間、図表2-3の(1)のCPレートをみると、短国レートが低水準を続ける中で、国内投資家のCP運用ニーズは根強く、発行レートは低位横這いを続けている。

次に、ドル調達市場の状況である。図表2-4(1)、(2)にあるように、ドルLIBORは、カウンターパーティ・リスクが意識されるもとの、ジリ高傾向を続けている。ドル短期市場では、資金余剰感が強いもとの、オーバーナイト金利は低位横這いであるが、ターム物については、米国MMFが引き続き欧州系への資金放出を削減し、欧州系では1週間以上の資金調達が困難となっているなど、緊張の強い状態が続いている。そうした中で、邦銀における無担保ドル資金のアベイラビリティは、足許でも6か月といった長めの資金が取れているほか、新規の相手先が資金を放出してくるなど、これまでのところ特段の問題は生じていない模様である。図表2-5

(1)で円投ドル転コストの状況をみると、欧州問題への警戒感が強いところに為替介入に伴うドル調達ニーズが加わって、一旦大きく上昇した。その後は、介入の影響が剥落する形で低下に転じているが、3か月物など長めのドル転コストは再び上昇トレンドを辿っている。これは、年末越えとなる長めのドル資金の引き合いが強い一方、ドルの出し手が年末のバランスシートを意識してドル放出を絞っていることによるものとみられる。この間、(2)のユーロ投ドル転コストであるが、欧州情勢とともにアップダウンを繰り返しつつ、依然かなり高い水準にある。図表2-6のフォワードレートをご覧頂きたい。(1)のOISレートをみると、12月時点を予想した太線が足許のコールレートとほぼ同水準にあり、付利金利は当分横這いと見込まれている。また、米国FF金先も同様の姿で、2014年春頃までは政策金利の据え置きが予想されている。この間、EONIAスワップをみると、ユーロ金利については、目先一段の金利引き下げがある程度

織り込まれる形となっている。図表 2-7 (2) で米欧と日本の長期金利をご覧頂きたい。細線の米国及び点線のドイツは、前回会合当日の欧州首脳会議における包括戦略合意を受けて、リスク回避姿勢が一旦後退して上昇したが、債務問題のイタリアへの波及を巡って緊張が高まり、再びリスクオフ地合いになったことから、長期金利の水準は大きく切り下がった。この間、日本の長期金利は、米国金利とともに低下しているが、下げ幅は 3bp 程度と小幅にとどまり、水準は 1% を僅かに下回る程度となっている。この間、2 年金利の低下は、1bp と小幅にとどまっているが、今後基金による買入れが進むのに伴い、2 年債需給が徐々にタイト化するとの見方も多くなっている。

図表 2-11 で社債の流通利回りをみると、どの格付けについてもスプレッドは横這い圏内で推移している。東電債についても、政府に認可された緊急特別事業計画が社債権者にとってネガティブなものでなかったことから、価格に変化はみられなかった。なお、発行市場では、中部電力、関西電力などが足許の流通スプレッドを受け入れる方向にあることから、近い将来の起債再開を予想する向きもある。もっとも、電力債については、政治リスクが大きいことから、発行レートにかかわらず買入れないとする大口投資家も多く、証券会社などの間では、仮に再開されたとしても、従来のロットが捌けるか慎重な見方が目立つ。図表 2-12 の民間部門の CDS プレミアムであるが、米欧及び日本ともに、欧州の包括戦略合意で縮小した後、ギリシャの政治混乱や米国 MF グローバルの破綻、ソブリン問題のイタリア問題への波及などから拡大し、会合間を通してみると若干縮小した形となっている。

図表 2-13 で株式相場をご覧頂きたい。(2) の米国株は、欧州情勢を受けてアップダウンを繰り返しつつも、期間を通してみれば横這い圏内の動きとなっている。一方、(3) の欧州株価については、イタリアへのコンテジョンが懸念されるもとの、各国とも会合間に値下がりしている。この間、(1) の我が国の株価であるが、現物、先物ともに薄商いが続く中で、欧州と同様の下落傾向を辿っていたが、足許では欧州の政治混乱に収束の兆

しも窺われる中で、日経平均もやや値を戻している。とはいえ、我が国については、為替円高やタイの洪水被害が企業業績に及ぼす影響が見通せない。例えば、アイコンックな大企業がガバナンス問題から大きく株価を低下させるなど、日本固有の材料もあって当面は上値が重いとの声も聞かれている。図表2-15、東証REIT指数の推移をご覧頂きたい。REIT指数は、先月末にリスクオフ姿勢が後退した場面で一旦上昇したが、その後は再び年初来の下落トレンドに戻っている。これは、通貨選択型REIT投信について、新興国通貨の減価傾向が一服しているとはいえ、まだ含み損の状態にある投資家が売却を進めていること、体力比過大な質の悪い増資がなお継続すると観測されていること、また、不動産市況も軟調が続いていることなどによるものとされている。取引は薄く、基金以外の買い手が不在と言って良い状態となっている。

次に、図表2-17(2)で主要通貨の名目実効為替レートをご覧頂きたい。米ドルは、リスク回避姿勢が強まる中で買われ、強含んでいる。円は、為替介入により下落した後、若干円高方向に戻している。ユーロは、欧州問題を巡る警戒感とECBによる利下げを受けて下落している。この間、(1)の太線で示したドル/円相場であるが、10月末に既往最高値を更新し、75円31銭を付けた後、同日の介入により79円台まで円安が進行し、その後はほぼ77円台で推移している。次に図表2-18の(2)でリスクリバーサルをみると、太線のドル/円は、為替介入を受けて円高期待が縮小する方向にあるほか、灰色のユーロ/ドルについては、ユーロ安懸念が高止まっている。(3)のIMMネットポジションをみると、ドル/円については、為替介入を受けて円の買いポジションが縮小、ユーロ/ドルについては、高水準のユーロ売りポジションが残存している。最後に、図表2-19の(2)で外為証拠金取引の動向をみると、為替介入により円安が進行するプロセスで、ドル売り円買いによる利益確定の動きが広がり、灰色のネットドル買いポジションが大きく縮小している。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

白井委員

図表 2-12 の CDS プレミアムについて、米国は、MF グローバルの破綻などがあったが、少しアップス・アンド・ダウンズはあるが、ほぼ横這いのように見える。一方、日本と欧州は上がっていて、日本が上がっているのは、銘柄の入れ替えなどがあったということは聞いているが、それ以外の理由で欧州につられて上がるというようなことはあったのか。

青木金融市場局長

このグラフは少しみづらいが、前回会合の段階から一旦大きく下げて、その後大分戻したというグラフになっていて、基本的には欧州の動きとかなりパラレルになっているとみて良いと思う。銘柄入れ替えは秋にあって、それでこの太線の日本が、水準としては随分上の方に行ったようにみえているが、これは銘柄入れ替えによるものである。

宮尾委員

二つお聞きしたい。一つは株価の低迷である。図表 2-13 の日本の株だが、先程のお話で、企業業績が円高やタイの洪水の影響でなかなか今後を見通せないというご説明が、マーケットの評価としてあったかと思う。その点について、見通せないということは、まだ企業業績の悪化が十分織り込めていないというか、今後またより悪化していくという認識なのか、それともある程度先行きの業績悪化を織り込んだのか、やはりまだ織り込めていないのか、その辺のことを少しお聞きしたい。

青木金融市場局長

今、企業決算が色々出ているところなので、そういう意味でも、まだ完全に纏まった絵が描けていないということも一つあるかと思う。株価の

先行きについては、欧米も同じだと思うが、欧州の不透明感が相当強いので、基本的には欧米と同様に見通しがたいということだと思う。さらに言えば、先程も少し触れたが、タイの洪水といった要因もあるので、先行きはかなり不透明ということで申し上げた次第である。

宮尾委員

分かった。もう一点、最初の方の図表で、マーケットの資金余剰感について、今は介入資金の影響もあって非常にじゃぶじゃぶだということだと思うが、基本的に、今後、年末にかけて今の状況はまた収まっていくということで良いのか、それともまだ暫くこの資金余剰感が続くのか。

青木金融市場局長

ベースにあるマーケットの資金需給——財政、銀行券といった部分——は、12月半ば位まで、国債発行を中心に資金不足がずっと続いていく。従って、日銀オペの入り方にもよるが、基本的には、そういった資金不足が取り込まれる形で多少余剰感が弱まっていくという展開かと思われる。

中村委員

図表 1-5、資産の買入れのところで、今、社債が札割れになったということだった。これには何か特殊な要因があると思うが、これから先も需給が何か大きく変わることはあるのか。たまたま今回は、特殊要因でこういう札割れが起こったのか。

青木金融市場局長

特殊要因というよりも、現在の基本的な絵は、投資家が他に良い運用がない中で、社債は抱えたいというセンチメントにまずあるのだと思う。従って、簡単に言うと、なかなか手放さないということもあるので、何か今後を見通すとすると、どちらかと言うと、買いづらいということが続くだろうと考えている。

亀崎委員

それに関連して、資金余剰感のある中で、オペについて、金利入札の方も相当苦勞されているが、資産買入れの方で、例えば、短国は2か月位買えない時もあったが、今は再開している。今お話のあったように社債などが今回買えなかったということだが、社債の残高は目標の2.9兆円のうちまだ1.3兆円である。他にも含めると、この先まだ15兆円積み上げる必要がある。この来年末までの15兆円という諸々の買入れに関連して、留意されていることが何かあるのか、あるいは淡々とやっていけば良く、そのような心配はないということなのか。どういう感じなのか、現場の感じをお聞きしたい。

青木金融市場局長

まず、留意していることというか、一つ気にしていることから申し上げますと、特に長いものは良いのだが、CPのように結構短いものである。今は買えているが、CPは非常に足が短いものだから、今日買入れに成功しても3か月で終わってしまう——例えば、3か月位で落ちてしまう——ということが起こる。従って、この先来年末を展望してゴールに到達しようとする時は、この間の市場の状況がどのようになるかによって、また大変難しい場面もあるかもしれないという意味では、気になるところである。一方、社債については、そろそろ若干満期で落ちていくものも出てくるが、これから買っていくものは、大体が来年末まで残高として残るものである。ところが、社債の方は、先程申し上げたような状況で、今買おうとするとなかなか積み上がらない。CPは買って良かったと思っても直ぐに終わってしまうし、社債の方は買えればゴールまで到達できるが、こちらはなかなか買えない。そういう意味では、どちらもなかなか厳しいという感じを持っている。また、貸出の方で、共通担保資金供給は、3か月は比較的銀行が取ってくれやすいのだが、6か月のように長くなると、なかなか簡単に捌けない。図表1-5の資産買入等の基金の運営の表にある11月2日才

ファーの 6 か月物というのは、1.27 倍でちゃんと入ったようになっているが、これは実はロール・オーバーである。ところが、この間、目標額を 5 兆円から 9 兆円へと増やしているのので、いわゆるロール・オーバーではなく、新規に入れていくというオペをやらなくてはいけない。そのところが、固定金利オペについては一つ難関になっていて、基本的には資金余剰でじゃぶじゃぶな感じの中で新規のものを入れていく、というところが難題という感じになっている。

山口副総裁

前回会合以降というか、この 1 か月間位のマーケットの動向について、特徴的な動きというか、特に注目しておいた方が良い動きを幾つか整理すると、どういうことになるか。

青木金融市場局長

一つ、今回の特徴は、やはり為替介入だったと思う。それで、大変面白かったというか、興味深いのは、為替介入でかなりの日本円がマーケットに出てきた訳であるが、その時に起こったことを振り返ってみると、まずドル買いの介入に応じるためのドルを用意しなければならないということで、円投ドル転のニーズが相当高まってきたということが一つある。もう少し言うと、円投ドル転が増えた結果、逆の円転のコストがべらぼうに安くなってしまった。一時は、円転はマイナス金利になった訳である。その結果、外銀が出てきて、大量に円転をする、そのほとんどただで手に入れた円を運用しないといけないのだが、先程申し上げたように、当預に積むと 0.1%稼げるので嬉しい訳である。ところが、自分達でリミットを設けてしまっているのので、自ずと今度はレポに向かうということで、レポ金利が激しく低下する。今度は、それをみていた証券会社が、レポという在庫ファイナンスがこんなに安くなるなら短国を一杯仕込めるということで、短国ががらがん買われる。それで短国の金利が下がる、という具合に、大規模の介入があるとマーケットの金利が落ちていくということが、かな

り如実に現れたと思う。従って、今後どのようになるのか分からないが、やはり介入が一発あると、相当影響が大きいということが一つある。それが、前回会合以降の一番大きな出来事だったと思うし、先々もそういう点を少し頭に置いてみていかなければならないと思っている。

白川議長

先程、説明が時間の関係でなかったところだと思うが、図表 2-20 (3)、エマージング、コモディティ市場の動向で、コモディティ価格の動きだが、前回会合の前営業日のところに線があって、そこ以降の動きをみると、CRBのインデックスは横這い、原油と金については前回比上昇している。勿論、夏場のピークに比べると低いが、この数週間で一応上がったということについては、どのように理解すれば良いか。

青木金融市場局長

原油は、基本的には在庫が大分少なくなっているとか、あるいは米国の経済指標で結構良いものが出てくるというようなこともあった、ということが一つ大きな背景になっていて、上がっているということなのだろうと思う。金の方は、金価格も上がっているが、多少ドル代替という位置付けになっているので、そういう事情から上がっているという面もあろうかと思う。

白川議長

他にご質問はないか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

海外経済情勢に移りたいと思う。

大野国際局長

海外経済についてご報告する。資料-3（参考計表）【追加】をご覧ください。初めに、前回会合以降の先進国及び新興国経済の全体感だけ、一言簡単に申し述べる。米国では、第3四半期の成長率が公表されている。ご承知のとおり、年率+2.5%と前期に比べて持ち直した姿になった。背景としては、サプライチェーン障害からの復旧といった一時的な要因によって支えられた面があるほか、雇用の改善鈍化から実質可処分所得が横這いとなる中で、貯蓄率が低下しているということもある。持続性の面では、やや心許ない内容というように判断している。家計や企業マインドも引き続き低水準で推移していることからみて、米国経済の先行きについては、なお慎重な見方を維持すべきと考えている。次に、欧州経済については、ソブリン問題の深刻化の影響が強まっている。各種マインド指標の悪化のほか、これまで堅調とみられていたドイツの国内向けの設備投資の増勢が鈍化するという動きもみられ始めている。全体的に弱めの動きが強まってきた状況にある。この間、新興国経済をみると、中国経済は、内需が引き続き堅調に推移している。ここにきて、物価上昇圧力も低下してきているという良いパフォーマンスになっている。もっとも、欧州をはじめとした先進国経済の減速を受ける形で、中国の輸出の増勢鈍化は強まっている。こうした傾向は、中国だけではなく、韓国、台湾などNIEs諸国でも目立ってきている。これに伴い、生産の増勢も一服感がみられる、減速感が強まっているということである。

それでは、地域別にみていきたいと思う。まず図表1-1、米国である。第3四半期のGDPは先程申し上げたが、コンポーネントをみると、まず個人消費は、自動車販売の持ち直しから耐久財がプラスに転じたほか、猛暑による電力消費の押し上げもあって、サービスもプラス幅を拡大させた。年率でみると、+0.7%から+2.4%である。一方、(2)の設備投資は、企業収益が堅調なもとでプラス幅の拡大が続いている。内訳をみると、情報化関連投資の動きは弱めとなっているが、白の棒グラフで示す産業用機械や輸送用機械などの機械投資が伸びを牽引しているほか、斜め線の構造物

投資も堅調に推移している。このように、個人消費の回復と設備投資の高い伸びが、第3四半期の成長を支えている。もっとも、(3)の個人の実質可処分所得をみると、折れ線の方だが、減少している姿がみて取れる。原油価格下落の影響から、物価が実質所得を押し下げる圧力は弱まっている訳であるが、それを上回る形で、雇用の改善鈍化から、白い部分の名目可処分所得の伸びが低下しているといった姿である。所得が悪い中で、消費が伸びているため、(4)の貯蓄率が低下している。これを四半期ベースでみると、第2四半期の5.1%から第3四半期には4.1%に低下している。家計のバランスシート問題が残存する中で、可処分所得の伸びを上回る消費の伸びが続くことは、なかなか見込みがたいということである。(5)で雇用情勢をみても、灰色の棒グラフで示される雇用者数の増減は、引き続き伸び悩んでいることが分かる。折れ線で示す新規失業保険申請件数の方は、極く足許やや改善をしている。解雇される人間は減少しているということであるが、不確実性の高い中で新規雇用に対する企業マインドはなお慎重という状況である。その中で明るい材料としては、(6)自動車販売が堅調に推移していることが分かる。また、図表1-2、(7)ユニット・レーバ・コストは、生産性の伸びを受けて足許低下している。これは、物価上昇圧力を押し下げる方向に作用すること、それから(8)のガソリン価格も、緩やかではあるが低下を続けているということで、先行きは物価上昇圧力の低下に伴って実質所得が改善して、これが個人消費の押し上げに寄与していくと期待されることが、明るめの材料として存在する。もっとも、マインド面は、非常に暗い状況に変わりない。企業や家計のマインドは、低水準での推移が続いている。(9)企業の設備投資見通しをみると、足許にかけて低下した後、低水準で推移していることがお分かり頂けると思う。また、(10)ISMの製造業指数をみても、50を僅かに上回るレベルにとどまっている。一方、(11)消費者コンフィデンスをみると、11月になって幾分改善しつつあるが、やはり低水準の域は脱していない。こうした雇用環境の弱さ、そして企業や家計のマインドの弱さからみて、米国経済の見通しについては、引き続き慎重な見方を維持する必要があるとみ

ている。

図表2、欧州経済に移りたいと思う。ユーロエリアについては、現状評価の全体判断は変えていないが、ドイツの設備投資の動きに減速感がみられることから、判断を幾分引き下げさせて頂いた。(1)は、10月半ばに実施された2012年の実質GDP成長率の民間の見通しの分布である。前期——3か月前——と比べて、今期の見通しについては、まず、全体として分布がマイナス成長の方向にシフトしている。灰色から黒方向である。平均値についても、+1.6%が+0.8%になり、成長率が約半減する形で、ばらつきが拡大する中で不確実性も高まっている、景気に対しては弱めである、というように振れている訳である。勿論、欧州ソブリン問題の深刻化に伴って、先行きのフィスカル・ドラッグの強まりが強く意識されているほか、企業や家計のマインドが悪化していることが大きく影響していると思われる。実際、欧州ソブリン問題の悪化は、周縁国だけに限らず、コア国の家計に対しても影響を及ぼしている。(2)で国別の消費者コンフィデンスをみると、コア国においても低下傾向を辿り、足許にかけてドイツの落ち込み——一番上の実線——が大きくプラスからマイナスに転じている。また、(3)の製造業PMIの動きをみても、周縁国の低下に追随する形で、コア国も低下傾向を辿っている。特に、イタリアのPMIが直近急角度で落ちているということがみて取れる。こうしたもとで、(4)の稼働率をみると、各国とも足許低下に転じている。ドイツの稼働率は、なお長期平均よりは上に位置しているが、やはり低下傾向に転じている。また、(5)ドイツの投資財受注をみると、域内需要の縮小を映じて、ユーロエリア向けが急速に低下しているが、さらに、堅調とみられていた国内向けの投資財受注の方も、高水準にあるとはいえ、減速感が強まっている。このように、欧州経済全体として、弱めの動きが、この1か月大きく出てきているということである。

続いて、欧州ソブリン問題のアップデートを簡単にさせて頂きたいと思う。欧州ソブリン問題に関連した金融市場の動きをみると、前回決定会合から僅かの期間であるが、この間、ソブリン問題に関する市場の評価は一

層厳しいものとなっている。図表 3-1 (1)、各国の対独スプレッドの動きをみると、ギリシャのスプレッドが大きく拡大している。パパンドレウ首相による突然の国民投票実施表明を巡る混乱によって、ギリシャ支援の先行きに対する不透明感が急速に高まった。同首相は辞任して、与野党による暫定連立政権が樹立された訳であるが、引き続き最大限の注意が必要な情勢である。この間、イタリアについてみると、IMFの財政監視要請、そしてベルルスコーニ首相辞任を巡る政治混乱などから、先行きの財政再建見通しに対する不確実性が高まっている。対独スプレッドが、イタリアについても大きく拡大しているほか、これにつられる形でスペイン、フランスのスプレッドも拡大傾向を辿っている。さらに、(2) で対独スプレッドの期間構造をみると、短期ゾーンの上昇が目立つ形で上方シフトしたことが分かる。これは、目先のデフォルト・リスクについても市場の意識が強まっていることを物語っている。次に、図表 3-2 及び 3-3 だが、最近いつも付けている欧州金融機関の資金調達環境である。細かな動きは割愛するが、全体的な評価としては、ドル、ユーロの短期金融市場、それから長期の金融債の発行環境などをみても、利回りは上昇し、資金調達活動は極めて低迷している。引き続き、資金調達環境は悪化を続けている情勢にある。

次に、新興国経済である。図表 4 をご覧頂きたい。冒頭申し上げたとおり、中国の輸出の減速が強まっていることと、先進国経済の減速を受けて、N I E s ・ A S E A N の輸出や生産の増勢に一服感がみられるということが、最近の変化である。地域別にみた場合、中国であるが、まず消費について確認する。(1) の小売売上高は、高めの伸びを続けている。物価上昇を調整した実質ベース——細実線——でも、一頃に比べ伸びは幾分低めとなっているが、引き続き高水準にあることに変わりない。(2) の固定資産投資は、内需の全体的な底堅さを映じて、民間設備投資を中心に高めの伸びを続けている。こうした中で、(3) C P I は、これまでの食料品価格高騰の影響が剥げ落ちる形で、直近では、10月に前年比+5.5%まで低下してきた。労働需給の逼迫などによるコアの物価上昇圧力は依然として

残っているが、全体としては物価上昇圧力にピークアウト感が窺われているようである。ただ、物価安定と持続的な成長の両立という課題は、実現に向けてなお道半ばというようにみている。(4) 不動産市場についてみると、不動産取引の抑制、それから金融引締めの影響から、足許にかけて住宅価格は横這い、不動産販売面積の前年比はマイナスに転じている。公式統計を確認する限りにおいては、一部報道にあるような不動産市況の大幅な落ち込みといった状況には至っていないと判断しているが、この点については、引き続き注意深くみていきたいと考えている。続いて、NIEs・ASEANの経済指標を、(5) と (6) で簡単に確認したいと思う。先進国経済の減速を受けて、輸出の増勢が一服しているということ、そして生産も横這い圏内まで増勢が鈍化しているという形である。ただ、物価面については、NIEs・ASEANについても、一部生鮮食料品の価格上昇の影響が剥落するという形で、緩やかではあるが、総合ベースの伸びが低下している動きがみて取れる状況である。

最後に、図表5、新興国の金融市場について一言だけ触れる。(1) で新興国に対するグローバルな投資フローの動向を地域別に確認すると、この間、欧州情勢の不安増大といったことがあった訳であるが、こういう統計をみたところ、実はそれほどリスクオフの動きが高まったということはないというようにみて取れる。例えば、株式や債券のファンド・フローをみると、一時期のような資金流出は生じていない。この間、総じて落ち着いた動きということが言える。価格の面からチェックすると、(2) MSCIの株価インデックスでは、新興国株式の動きは、前回会合対比では横這い圏内で推移している。それから、(3) 国債の対米国債スプレッドをみても、米国債の低下を受けて、スプレッド自体が拡大しているが、その動きは限定的である。先程のセッションでも少し話題になったが、(5) でコモディティインデックスが示すように、商品市況全体の価格は、直近は少し判断が難しいが、むしろ強含みの範囲内と言っても良いのではないかと考えている。この背景は、非常に難しいし、今後についても不透明ではあるが、新興国の実体経済の全体的な底堅さを映じているということもあるかも

しれないし、それから欧州における債務危機を受けた E C B の利下げや新興国における利下げの動きが、グローバルな流動性をさらに緩和的な方向に向けており、こうしたことも、投資家のリスク・アペタイトの極度の悪化に対して歯止めを掛けている、といったことが影響しているのではないかというようにみている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

白井委員

三つ質問がある。一つ目は、図表 1-2、ガソリン価格である。WT I とガソリン価格の関係で、ガソリン価格は少しラグを伴うとは思いますが、最近、WT I が——今 98 ドル位だと思いが——上がってきているが、在庫が予想以上に減ったということで、今後これがどうなっていくのかである。ガソリン価格にどう反映されて、その場合に米国の消費がどうなるのかを教えてくださいたいのが一点目である。

二つ目は、図表 5、今の欧州問題の中東欧への影響である。株と債券をみると、中東欧でほんの少しだけ減っている。ほんの若干で大したことがないように見えるが、今、欧州の銀行が来年の 6 月までに増資をしなければいけない中で、欧州の金融機関は中東欧への進出が多いので、かなり引き揚げるのではないかということで、欧州委員会が中東欧の景気見通しを相当落とした。その辺が——今ハンガリーなども少し問題になっているが——、今後どうなるか、中東欧の最近の動きをもしご存知であれば教えてくださいたい。

三つ目は、つい最近 IMF が中国の金融セクターについて報告書を出した。国際局が前からご指摘されているように、オフバランスの財テク投資が今までマネーサプライに入っていなかったと思う。そうした中で、マネーサプライが落ちていても、オフバランスのところは伸びている。それで、確か IMF がそのオフバランスを含めてリスク管理をもっとちゃんと

やるようにということを提言したと思う。マネーサプライでみると伸びは落ちているが、それ以外のところの動きについて、その辺をどうみているか教えて頂きたい。

大野国際局長

一つ目のガソリン価格とWT Iである。白井委員がご承知のとおり、WT Iも米国のローカルな指標という感じが多少あると思う。直近、98ドル位で上昇しているが、多少在庫が減っているという特殊要因によるものだと思っている。そのほかに、バージニア経由のような指標をみると、大体落ち着いた動きをしているので、むしろWT Iの最近の上がりだけが少し特殊要因であって、今後についても、今の状況が続くのであれば、ガソリン価格は引き続き緩やかに低下していくのではないかとこのようにみている。従って、WT Iの値上がりは少し割り引いておいて良いと思う。

二番目の中東欧である。図表5の特に債券の方をみて頂くと、中東欧についてはずっと流出が続いている。従って、足許については少し小さいといっても、中東欧からの資金の流出については累積的に相当大きくなっているため、警戒は怠れないと思っている。今、リスク・アペタイトがかなり選別的になっている状況であるので、脆弱性のある国が危ないということである。具体的に今足許で非常に注目を浴びつつあるのが、先程、白井委員がおっしゃったハンガリーである。ハンガリーについては、この1週間だけで、為替も2~3%、株価でも1%落ちている状況であるし、ハンガリーの場合は、外貨建ての債務の比率が高いということがある。他の中東欧諸国と比べても財政の基盤が悪い。GDP対比で多分70%である。70%というのは、大体スペイン並みだが、この地域においては非常に注意すべきである。また、他の周辺国——ハンガリーだけではなく、例えばルーマニアやブルガリアといったところ——についても、注意が怠れないと思う。さらに言えば、場合によっては、もう少し大きな国——ロシアもそうであるし、ウクライナといったところ——も注意してみていく必要があるとみている。

三番目のIMFのオフバランスについては、中国当局についてもこれまでIMFと長い間協議を続けていることであるので、この席でも一回か二回話が出たが、社会融資総量というものを今年の初めから人民銀行が出している。3か月に一回出すのだが、ただ、いつ出すかであるとかデータが中期的にそれほどきちんと整備されていないということで、しっかりとした客観的な分析は難しい。しかし、今ここでお示ししているマネーサプライ等に比べて、少しタイミングは遅いが、社会融資総量の方は、やはりもっと高い伸びを示していることについては注意が必要であるし、人民銀行自体がしっかりとみていかなければいけないと自覚していると思う。

亀崎委員

欧州の財政や金融がこういった状況の中で、先週、欧州委員会が2012年のGDP成長率見通しをなんと+1.8%から+0.5%に引き下げた。これは、大変な下げであるが、私ももっともだと思う。こういう状況の中で伸びていくはずがない。ドイツといったコア国も、先程も数字があったが、落ちてきている。しかも、ソブリン問題がなんとイタリアにまで波及してしまった。個人的にはスペインが危ないと思っていた。こういうところは債務残高が大きい。イタリアなどは、財政収支はトータルで4.数%赤字だが、プライマリーバランスは黒字である。それから、フランスも格下げが間違ったとか間違っていなかったとかいうことになっている。そうすると、ソブリン問題というのが、今まで言われていたように、本当に非連続的に火が付いたら大変なことになるという状況の中で、恐らくこれから先もまだまだ予断を許さない状況が続く。ハンガリーも——ユーロではないが——国債利回りが8.何%である。こういう中で、欧州というのは、世界の中で著しく経済情勢が厳しい。その厳しさの中で、中国の最大の輸出相手国は欧州である。中国の輸出自体も鈍化してきているが、欧州向けをみるとやはり鈍化している。欧州の経済見通しが相当悪くなる中で、中国に与える影響がどうなのか。中国自体は、今後固定資産投資の伸びが鈍化してくれば、あるいは、来年は党大会の年であるから、金融緩和もある

かもしれない。欧州経済がかなり下振れていくだろうという中で、今高めの成長を続けている中国への影響は、どのようにご覧になっているか。

大野国際局長

亀崎委員がおっしゃったとおり、中国の輸出について、貿易統計はわりと新しい数字——10月——が出ている。10月をみると、欧州、ユーロ向けの輸出がやはり相当下を向いている。いよいよきたかもしれないということがあると思う。中国の底力という意味で言えば、あるいは内需の持続成長性については、それなりの確からしさはあると思う。ただ、それで大丈夫かと言った場合に、中国の経済を引っ張る二つのメインドライバーは、固定資産投資と輸出であるので、車の両輪の片方がユーロ向けで少し空気が抜けてくると、それは相当注意してみておかなければいけないと思う。これが今は中国についてであるが、場合によっては、NIEs・ASEANについても、特に台湾や韓国が落ちているのは米国向けのパソコンとかと言われているが、恐らく同時並行的に欧州向けのものも追加的に関わってくる。そういうことからすれば、この10月、それから今我々が走っている11月の時点においては、ユーロの減速の影響が、中国をはじめアジア諸国の輸出の大きなブレーキとしてはまだ効いていないと思うが、これが長引く場合には、このルートを——これは勿論日本も含めてであるが——相当注意してみていかなければいけないと思う。もう一つのルートは金融で、銀行をはじめとした資金の——マネーフローの——引き揚げというルートである。これを通じたところも、中国の場合は相当資本規制が厳しいので——勿論アングラでは出ているが——、他の国に比べた場合、欧州系の金融機関が資金を引き揚げる効果は相対的には軽微ではないかと思うが、その両方をみていく必要があると思っている。

森本委員

それに関連して、見通しを0.5%に下げたうえに、さらに「リスクは非常に強いダウンサイド」と書いてあったが、今までも見通しの中でそこま

で言うケースはあったのか。リーマンの時などもそういう感じだったのか。要するに、強いダウンサイドと、自ら相当見通しを下げたうえでさらに言うというのは、結構強い危機感と思った。それと、今の中国の話に関連して、少しアネク的だが、また冬場の電力が4,000万キロワット位足りないとか色々書いてあった。ただ、色々言われていても、実態はそれほど影響がないケースが多いが、そういった話で何か追加的に聞いておられることがあれば教えて頂きたい。

大野国際局長

後者の話については、アネクの話だけなのだが、どちらかと言うと、4,000万キロワットという数字も今まで出てきた数字と大体同じ位の話なので…。

森本委員

夏場等はこれまで大体3,000万キロワット程度と言われてきている。

大野国際局長

3,000～5,000万キロワットの間で、終わってみると何とかなっているので、大丈夫かなと思っている。オオカミ少年にならないように注意しなければいけないと思うが、いつもの話かなと思う。同時に、鉄鋼の生産などが少し悪いとか、色々アネクドータルな話があるが、そういう中では、先月の中国の電力が比較的高い伸びを維持しているということは、中国の経済がスピードを保っているという、むしろグッドニュースかなと思っている。それと、もう一つの最初の方の話は…。

森本委員

非常に強い印象を受けた。欧州委員会の危機感が相当強いのだろうと思う。自らそこまで言うというのは結構…。

大野国際局長

これは印象なのだが、欧州委員会の場合は、リーマン・ショックの時も含めて、過去についてはむしろわりと楽観的過ぎたというように、我々は思っている。我々が内部で持っている数字よりも、いつも欧州委員会の方は高め高めできて、それを下方リバイスしていくということであったし、直近の先程の下げ幅についても、元の半年前の伸び率は普通の見方より相当高かった。こういう言い方をすると、あまり適切ではないかもしれないが、やっと欧州委員会が今の欧州の問題、ユーロの問題、ソブリンの問題の深刻さということについて、はっきりと認識してくれたのではないかという印象を持っている。これまでかつて——リーマン・ショックも含めて——欧州委員会が大幅に下げてきたということにはなかった。

中村委員

米国経済について、冒頭の話の中で、消費は強いのだが、一方で可処分所得が伸び悩む中、貯蓄率が低下しているということであった。貯蓄率が第3四半期で5.1%から一気に1%落ちているというのは、足許の何かを反映しているのか、あるいは先行きの何かを示唆しているのか。あるいは、貯蓄率はそもそもそのように乱高下をするので、このようなものかということなのか。

大野国際局長

非常に難しいご質問だが、仮説的に考えられることとして、一つは、最近、自動車が比較的良いという話がある。7～9月の少し後ろの方については、わりとペントアップ・デマンドとか言われていて、耐久消費財に対して、今まで我慢をしていた部分が少し出てきたようなことがある。これが、消費性向を高めた、貯蓄率を低下させた要因の一つとして挙げられると思う。もう一つは、7～9月位まではわりと株価も少し上昇していた。いわゆるウェルスエフェクト——資産効果——の部分で、秋少し前まで——ソブリンの問題が非常に深刻になる前位まで——は、多少下支えさ

れていたということがあると思う。この二つの要因は、今は株はもう下がってしまったし、自動車の需要については、今年1,300万台位いくかなということなので、比較的高い水準を維持してくれるのではないかというように思っているが、これも先行き続くかどうかについてはクエスチョンである。さらには、10~12月をみた場合のクリスマス商戦であるが、今のところ業界の予想では、今年は前年比で大体+3%という数字である。去年の仕上がりは+4%なので、ここもそれほど悪くはないが、あまり良くもないという状況からみると、この貯蓄率が、今のような雇用、消費環境の中でさらに下がる、消費性向が上がるということ、事前的には期待するのは少し憚られるということである。

中村委員

そういうペントアップ・ディマンド等に貯蓄が回っている可能性はあるのか。

大野国際局長

9月、10月までは回っていた可能性はあるが、それが向こう半年長く続くということは、やはり見込みがたいのではないかということである。

宮尾委員

今の点に関連して、米国経済の設備投資である。自動車販売は足許ややペントアップ的に良いということで、設備投資の内訳をみると、機械投資の輸送用機械や産業用機械が7~9月で非常に伸びたという纏めだったと思う。そういうこと言うと、設備投資の持続性であるが、今後の見通しに関して、慎重にみておいた方が良いのか、それともある程度勢いを維持できるとみておいて良いのか、ということについては如何か。

大野国際局長

足許については、大方の人が思った以上に強いということである。年率

で 15%位なので、これが続くはずはないということもあるし、先程お示した図表 1-2 の米国経済 (2)、(9) 企業の設備投資見通しであるが、これは相当程度直近になって落ちてきているので、企業の投資マインド自体は、先行きの景気不透明感、それからフィスカル・ドラッグがこれからくるというような中においては、どうしてもやはり慎重化せざるを得ないのではないか。今のは、少しでき過ぎとみておいた方が良くのではないかと思う。

山口副総裁

先程、中東欧の幾つかの国については注意が必要だと言われたが、それらの国へのエクスポージャーの多い金融機関はどこに属しているのか。それから、アイルランドの国債の対独スプレッドは一時よりは下がってきており、アイルランド情勢はこのところ底を打ったような感じだが、どのようにみておけば良いか。

大野国際局長

中東欧のエクスポージャーは、簡単に言えないようなことがあって、歴史的経緯等でクロスになっている感じがある。イメージとしては、南の方の国、例えばブルガリアとかいったところは、ギリシャとかイタリアの影響が強い。それから、ハンガリーなどになると、ドイツ系、オーストリア系、さらに心配と申し上げたルーマニアやポーランドになると、意外と北欧系も入ってきているということで、かなり交差している。ただ、全体としてのエクスポージャーが多いのは、イタリア、オーストリア、ドイツ、それからもう一つ最近の動きとして、リーマン・ショック以降、フランスが比較的エクスポージャーを減らさなかったというようなアネクドータの話がある。いずれにしても、東欧に入っている多くの国は、広義の欧州系の銀行であるので、欧州系の銀行が自己資本比率の維持のために、増資が難しい中で、デレバレッジをやるということになると、まず最初にその候補のリストに挙がってくるという意味で、相当注意が必要だと思う。

アイルランドについては、今回のギリシャ危機——特に、第二次の危機と言えば今年になるが——の前においては、金融機関の不良資産の処理問題は、比較的それなりに進んでいたと思う。ただ、その後、追加的に今回のギリシャの問題、それからイタリアへの波及の煽りからはさすがに逃れ切れないという意味で、せっかく努力して出口を見出した中で、ユーロの中でまた泥沼に引きずり込まれてはかなわない、という状況だと思う。結局、アイルランドについては、不良資産の処理等で、財政の問題がまだ重石となって残っているということである。例えば、政府の債務残高比率をみると、アイルランドは今 2011 年で 108% である。100% 超えは、イタリア、ポルトガル、アイルランドということで、方向としては良い方向に向かっているのだが、道半ばにして躓かないかどうかという状況とみている。

西村副総裁

宜しいか。二点ほどお聞きしたい。一点は、今の話と関係するのだが、いわゆるウィーン・イニシアティブというのがあった。私もまだ正確に理解していないが、ウィーン・イニシアティブでは、結局あまり引かないという形でやった訳である。あそこに積極的に参加していた人達は、結果的には、エクスポージャーをそのまま残したままというように考えて、その辺のところに影響が及んできていると考えて良い訳であるな。

大野国際局長

そうである。

西村副総裁

もう一点は、米国の労働生産性なのだが、この第 1 四半期、第 2 四半期と比較的低い数字が出た後で、わりとましな数字になっている。これはアドバンス・エスティメイトなので、第 3 四半期の数字は分からないところがあるが、これについて何か議論があれば教えて頂きたい。特段議論がなければ別に構わない。

大野国際局長

踏み込んだ議論はしていないが、直近については——ムードは悪いのだが——、景気自体、経済自体が拡大してきているところのポジティブな要因が出てきたのかなと思う。もっとも、趨勢的に米国の生産性自体が根元から上がってきているというような証左は、今のところ認められない。一時的なものかもしれないという感触である。

白川議長

他にご質問はないか。

(15 時 12 分山口副総裁退室)

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

それでは、国内経済情勢に移りたいと思う。

前田調査統計局長

まず、本日お配りしている追加資料に沿ってGDPと物価をご説明した後、事前にお配りした資料でその残りを説明したいと思う。

昨日公表された7～9月のGDPの1次速報であるが、前期比+1.5%、年率+6.0%と、大幅に増加している。国内需要の寄与度が+1.0%ポイントと、消費を中心に高めの伸びとなったほか、純輸出の方も+0.4%ポイントということで、双方が増加しており、供給制約の解消やマインド改善によって、経済活動が大震災による落ち込みから明確に回復したと判断している。なお、公的固定資本形成が、7～9月は-0.1%ポイントの寄与になっているが、これは4～6月に仮設住宅の建設が集中したことの反動が出たものだと考えている。また、1～3月、4～6月のGDPについては、季節要素の修正を主因に、ともに0.2%ポイント上振れている。このため、

この先 10～12 月、来年 1～3 月が仮に横這いとした場合に、2011 年度が +0.3%になるということで、先般公表された展望レポートでの委員方の見通しの中央値と同じ伸びになるという計算である。ただ、来月、12 月 9 日に公表される 2 次速報値では、法人季報など新たな基礎統計が加わるほか、2010 年度——昨年度——の数字も確報に改訂されるので、場合によって姿が大きく変わり得るという点には注意が必要である。

続いて、図表 35 と書いてある物価の計表をご覧頂きたい。まず、国内企業物価であるが、10 月の数字が出ている。10 月の前月比が -0.4%、3 か月前対比が -0.8%となっており、9 月に比べて幾分下落幅を拡大している。これは、秋口にかけての国際商品市況の下落、あるいは為替円高の影響が、この 10 月に表れたものと理解している。ただ、その後 10 月以降は、国際商品市況自体、先程説明があったように、下げ止まって若干反発しているので、11 月以降に国内企業物価はどんどんマイナス幅が拡大するという訳ではなく、均してみると横這いで推移すると考えている。一方、C P I であるが、全国の除く生鮮の 9 月分は前年比 +0.2%と、8 月と同じであった。10 月は、東京を除く生鮮で -0.4%と、9 月に比べてマイナス幅が 0.3%ポイント拡大している。これは、昨年 10 月以来プラスに寄与してきた、たばこ増税あるいは傷害保険料引き上げの影響が剥落したことによるものである。このため、10 月については、全国の前年比も同程度低下するとみている。その動きも含めて、先行きについては、当面マイナス領域の可能性を含めて、ゼロ%近傍で推移するというこれまでの見方で良いと考えている。

事前にお配りした資料に移りたいと思う。図表 3、公共工事請負金額をご覧頂きたい。一点だけコメントしておく。今朝ほど、10 月の公共工事請負金額が出て、全体では前年比、丸カッコのところであるが、9 月の +3.3%から 10 月は +3.2%となっている。前月比については 10 月 +1.5%と、9 月に続き増加している。これは先行指標なので、先々の公共工事が下げ止まりから増加に転じていくという方向性を示唆したものと考えている。

図表 5、輸出入については、10 月末の決定会合でご説明したところから特に数字は追加していないが、ご参考までに、10 月の上中旬の数字が出ているので若干コメントさせて頂く。その上中旬の数字をベースに実質輸出を私共として試算してみると、一番上にある 9 月の前月比+3.4%の後、10 月は前月比で 1~2%の減少になりそうである。勿論、下旬以降がどうなるかによって変わってくるが、中旬までの数字でいくと、1~2%——1%台半ば位——の減少である。また、7~9 月対比ではまだ若干のプラスという感じであるが、伸びは大分減速している。後程述べる生産の動きも踏まえると、海外経済減速や一部円高の影響ということから、輸出の増加ペースは緩やかになってきていると判断している。これに加えて、色々報道されているが、10 月下旬辺りからタイの洪水の影響も出てくると考えている。これについて若干述べさせて頂くと、前回会合で、当時の被害状況はほとんど分からなかった中で、11 月にかけて目にみえる形で輸出・生産を下押しする可能性を指摘していた。その後判明してきている情報を見ると、少なくとも極く短期的には、その時点の想定より下押しの程度は大きいと考えている。タイ洪水の我が国の生産・輸出への影響を整理すると、三点挙げられると思う。まず一点目であるが、自動車などでは、タイから調達していた電子部品——これは日系のメーカーが作っている電子部品であるが——の生産停止が影響し、減産を始めているところが増えていく。一部の大手メーカーでは、11 月上旬から国内で 5 割減産をするといった動きも出ている。第二に、タイでの現地工場の生産停止の影響などから、鉄鋼など自動車関連を中心に、タイ向けの輸出が大きく減少している。一方で、第三であるが、国内でも部分的に代替生産が行われ始めているほか、一部の設備機械メーカーでは復旧需要を指摘する声も聞かれている。そうしたもとの、部品の代替調達の動きが進んでいる大手自動車メーカーの一部では、11 月後半には生産体制を元に戻せるという見通しもあり、少しプラスの話も出始めていることである。そうになると、恐らく来年に入る位には、挽回生産などから輸出や生産の押し上げに寄与する部分も出てくるかと思う。ただ、今申し上げた三つの点については、勿論、今の

ところまだ現地で浸水している工場も多い訳で、被害状況や供給体制についてはなお不確実性が高いとみており、今後も注意深く事態をみていく必要があると思っている。いずれにせよ、当面は海外経済減速、円高の影響に加えて、タイの洪水も下押しに作用することなどから、輸出は横這い圏内で推移するのではないかとみている。特に、この10～12月については、前期比でマイナスになる可能性も相応にあると考えている。以上が輸出である。

続いて、図表15、図表16をご覧頂きたい。図表15で企業収益についてみると、(2)①、大企業製造業の企業収益であるが、これは大手証券会社のアナリストの予想であるが、細い実線の2011年度の予想に足許少し下方修正の動きが出ている。これは、一部大手電機のリストラ費用計上などに伴う大幅下方修正を反映したものである。現在、上期の決算が公表されている途中であるが、これまでのところ、上期については一部電機を除き上方修正する先が多数のようである。ただ、そうした先でも、為替の円高や海外経済減速の影響を見込んで、通期では据え置き、ないしは下方修正という動きが多いように思われる。また、タイの影響が読めないとして、予想を出さない先も幾つかある。このような動きを反映して、図表16の企業マインドをご覧頂きたい。(1)の大企業の企業マインドで、11月までは出ているところが段々増えてきているが、ロイター短観の製造業にみられるように、足許、大企業製造業においてややマインドの慎重化の動きがみられる。一方、(2)は中小企業であるが、水準自体は大企業対比厳しいところが多いが、方向性としてはなお緩やかな改善傾向が維持されているということかと思う。この点、まだ10月までしか数字がないので、11月をみてみないと分からないが、このセクターは国内需要の影響を受けやすいところであるので、堅調な国内需要が下支えしている可能性もあるかもしれない。いずれにせよ、企業マインドは、来月出る短観も含めて包括的に確認していきたいと思っている。

続いて、設備投資である。図表18の(1)、資本財総供給が7～9月まで出ているが、7～9月までみる限り緩やかな増加が確認されている。図表

19、先行指標の機械受注、建築着工床面積も、均してみると7～9月までのところ緩やかな増加基調が続いている。従って、設備投資の現状判断は変える必要はないと思っている。ただ、今後については、海外経済減速等の影響がどのように出てくるかということが懸念材料であるが、この点、(1)の機械受注で、ここには数字は書いていないが、10～12月の見通し先般出て、7～9月対比-3.8%となっており、若干気になる動きである。勿論、まだ見通し段階であるし、受注統計は振れやすい統計でもあるので、現段階では、設備投資を下方修正する動きが広がっているとはまだ認識していない。しかし、海外経済や為替動向に関する不確実性が高まっているので、企業が投資実行について多少様子見をする可能性は十分にあり得ると思う。従って、そうした点も念頭に置いて、来月出る短観も含めてもう少し動向を確認していきたいと思っている。

個人消費、図表22、図表23である。結論からいうと、基調は今のところ変わっておらず、底堅く推移しているという判断で良いのではないかと思う。図表22の(2)、耐久消費財で、家電は夏場に盛り上がった後反動が出たが横這い圏内、自動車も少し振れはあるが持ち直し傾向、ということかと思う。図表23(1)の小売店販売であるが、これは9月までしか数字が入っていない。百貨店等は、台風の影響で9月は少し弱かったが、我々が聞いているところでは、10月は持ち直しているようである。(2)のサービス消費については、財に比べて遅れていたが、遅れて良くなってきたということかと思う。図表24の消費者コンフィデンスについては、(1)あるいは一番下の参考をご覧頂いて分かるとおおり、少し改善ペースが鈍ってきたが、企業マインドに比べれば、株安などのわりには底堅いという感じがする。今後の消費については、賃金がそれほど伸びないと考えているので、目立った増加は期待していないが、雇用環境が改善していくことなどの影響から底堅く推移すると考えている。

住宅投資である。図表25で、先行指標の住宅着工であるが、7月、8月と大幅増加した後、9月は逆に大幅に減少している。元々、7月、8月については、震災後止まっていた着工申請の再開が集中した、あるいはエコ

ポイント等の住宅取得優遇策の適用打ち切りを睨んだ駆け込み需要があったということで、でき過ぎと考えていた訳であるが、9月には実際その反動が出たものと理解している。先行きについては、今度の第3次補正予算で住宅優遇策が再びまた盛り込まれるということで、これはプラス要因ではあるが、逆に極く目先についてはその成立を待つという動きもあるかもしれない。目先低水準となる可能性もあるが、基調としては、被災住宅の再建もあって緩やかに増加していくという判断を維持することで良いのではないかと考えている。

続いて生産、図表 27 をご覧頂きたい。鉱工業指数統計は、速報時点の段階の数字が入っているが、昨日午後に確報の数字が出たので補足させて頂く。9月の数字であるが、生産については前月比-4.0%とあるがこれは-3.3%、0.7%ポイントの上振れになる。出荷が-2.6%とあるが-2.0%、在庫が前月比0.0%となっているところが-0.1%ということになる。少し上振れたが、9月はそれなりに大きな減少になったという姿である。元々、自動車の稼働曜日に起因する季節要素の歪みということから減少するとみていたが、みていたよりも若干下振れ気味かなと思う。これは、情報関連や素材などを中心に、海外経済減速などの影響が思っていたよりやや早めに出てきたことが背景である。10月、11月は、この予測指数ではそれぞれ+2.3%、+1.8%と、再び増加が見込まれているが、図表 28 の (3) にあるとおり、予測指数は最近下振れ傾向にあること、そして、この予測指数にはタイの洪水の影響が織り込まれていないということなので、これより弱い数字になることはほぼ確実ではないかとみている。直近の企業ヒアリングについて申し上げますと、私共が先週辺りに聞いた感じでは、実勢ベースで、10~12月には前期比で小幅のマイナスとなる見通しである。1か月前の時点では、一桁台前半のプラスかなと申し上げていたのですが、そういう意味では、はっきりとした下振れということになる。これを要因別に分けることは非常に難しいが、大体のイメージとしては、下振れのうちの2/3位がタイの影響——11月を中心にとということであるが——、残りの1/3位が海外経済減速や円高などの影響というようなイ

メージを持っている。今のところ、10～12月もはっきり分からないのに、1～3月について語ってもしょうがない面もあるが、今の時点での企業のイメージ、感触であるが、タイの影響の反動増もあることから、小幅な増加というような感触を得ている。今申し上げたのは実勢ベースであるが、公表ベースにすると、季節要素の違いから、10～12月が小幅の増加、1～3月はやや高め伸びとなるということである。こういう動きを総合すると、当面の生産は横這い圏内というイメージかと思っている。いずれにせよ、タイの影響を含めて、生産の先行きについては不確実性が高いと思っている。タイの影響は意外と早く復活するということもあるので、上下双方向に振れ得ると思うが、生産の基調を規定する海外経済などの動きについては、基本的に下振れ方向のリスクに引き続き注意が必要と考えている。

最後に、雇用について若干申し上げたいと思う。図表32の(1)をご覧頂きたい。労働需給の動きであるが、労働需給は改善傾向にあるということかと思う。細い線の有効求人倍率は着実に改善を続けている。太い線の完全失業率は、サンプルの影響から振れが大きく、水準評価が非常に難しいが、均してみると、緩やかながらも低下傾向にあるという判断で良いのではないかと思う。なお、図表31の労働力調査の表をご覧頂きたいのだが、震災後3月以降は東北3県を除いた44県の調査となっていたが、9月からその3県も含めた47都道府県を対象とした調査が復活した。ここには47県で書いているが、例えば完全失業率4.1%となっているが、これは44県ベースも実は4.1%であるので、そう動きは変わらないとご理解頂ければと思う。毎月勤労統計の表である。まだ速報段階であるが、名目賃金をご覧頂くと、9月は前年比で0.0%まで戻っている。これは、経済活動の改善に伴って、所定内あるいは所定外が戻ってきたことが背景であるし、9月については特別給与はほとんどないということで、賞与のマイナスの影響は9月は出ていないということである。今後については、この冬の賞与については、やはり少し弱いのではないかと、現時点で我々はみているので、賃金は当面横這いしないしは若干弱含みということではないかと思う。雇用・所得環境については、当面、労働需給は改善を続けるとみているが、

雇用者所得は目立って伸びないという、これまでの見方を維持することで良いのではないかと考えている。

以上を纏めさせて頂くと、まず実体経済の現状判断であるが、堅調な国内需要に支えられて持ち直しの動きが続いているが、海外経済減速の影響などが輸出や生産のハードデータにも現れ始めており、持ち直しのペースは緩やかになっていると判断している。こうした動き自体は、前回の展望レポートでもある程度想定したことだと思うが、若干早めに出てきたという感じがある。先行きについては、当面、復興需要などから国内需要は堅調に推移する一方、海外経済の減速や円高の影響が幾分これから強まるとみられることに加えて、この11月、12月辺りについては、タイの洪水の影響が現れるということである。このため、輸出や生産は横這い圏内で推移し、景気全体の勢いもさらに緩やかになるとみている。このうち、タイの影響は一時的なものであって、洪水が収まればその後一時的にプラスに寄与するという面もあると思うので、海外経済の成長が再び高まれば、国内における復興需要の顕在化もあって、経済は次第に緩やかな回復経路に向かっていくという、これまでの見方を概ね維持するということが良いのではないかと考えている。ただし、当然、下方への不確実性が高いということである。消費者物価については、先程申し上げたとおりである。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

白井委員

図表 28 であるが、このグラフで在庫率をみると、リーマンの時を除いたとしても、均してみると最近少し上がってきていると思う。この辺はどのようにみたら良いか。懸念材料なのかどうか。

前田調査統計局長

在庫率が上がっている理由は、当然、出荷が弱いため、在庫が上がっているということなのだが、出荷は段々戻ってきており、在庫の方がこの春から少し増えている。これは、例えば電子部品・デバイスとか、少し弱い一般機械、この辺りの動向を反映して上がっているということである。そういう意味で、我々が海外経済減速の影響を受けると元々言っているところの在庫率が上がっているということである。特に驚くような話ではなく、元々申し上げているような中での動きだと理解している。

白井委員

そうすると、いずれまた・・・。

前田調査統計局長

当面は、勿論、もう少し上がる可能性はあるが、景気全体が回復してくれば、下がっていくということである。

中村委員

今の在庫であるが、図表 30 で建設財について、これは・・・。

前田調査統計局長

これは、今申し上げなかったが、建設財も上がっている。これについての我々の理解としては、震災の後、結構大物の復興需要が早く出てくるのではないかという見方が鉄鋼メーカー等々にあって、若干先に作り過ぎたことの影響が出ている感じがある。そういう面で、復興需要が本当に本格化してくれば下がると思うが、今のところ復興需要については、基本的に仮設住宅は 4～6 月中心に進んだ、そして瓦礫処理が進んでいる、後は中小型の案件が出てきているということで、大物の案件は多分まだこれからだと思っていて、そういう意味で、建設財需要の増加に繋がるような形ではまだあまり出ていない感じがある。一方で、東北では建設労働者に対す

る求人は非常に多いので、建設活動自体は行われていると思うが、物の増加に繋がるような動きはまだ出ておらず、これはもう少し先の話ではないかと思う。この辺りは、メーカーの見込みからすると少し違ったところではないか、というように我々としては理解している。

宮尾委員

今の在庫の話とも関係するが、今日頂いた追加資料の図表1、GDP統計の内訳について、全体は四半期で+1.5%で、多分あまりサプライズはなかったのではないかと思うが、内訳で何かサプライズがあったかどうかである。例えば、今の民間在庫のところは+0.2%とわりとしっかり出ている。それから、純輸出は+0.4%であるが、民間最終消費は凄く目立って上がったと思う。内訳に関して、以前、調査統計局の方で色々見通しも立てていたと思うが、7~9月のGDPの内訳で、当初考えていたよりも少し違うとか、あるいはほぼ予想どおりとか、その辺についてももし何かあったら教えて頂けないか。

前田調査統計局長

まず、在庫についてである。製品在庫については、鉱工業の統計をベースに推計しており、そこは実はあまり増えていないと理解している。それではこれがなぜ増えているのかということ、原材料と仕掛品在庫については、4~6月までのデータをベースにARIMAのモデルでのばして、それを7~9月の数字にしている。これは増えるという見通しが内閣府からも出ている。従って、そういう意味で言うと、ここにきて別に驚いたという訳ではないが、もしかしたらそれが若干強めに出ているということがあるのかもしれない。特にこの7~9月に在庫がドーンと増えたという訳ではないと思っている。

消費については、正直、私共がみていたより少し強めに出ている。私共は、普段から消費に関連する統計を色々みながら大体の目安をつけているが、その辺りの統計をベースに作った数字よりも若干強めに出ている、そ

これは我々の推計が間違っているかもしれないし、何が正しいかよく分からない。消費が7～9月はちょっと強く出ているという感じはあるが、その点も含めて全体としてみれば、それほど大きな違和感がある数字ではないと思う。敢えて申し上げればその二つである。

宮尾委員

輸出については、弱めに出ているのではないということか。

前田調査統計局長

輸出について言うと、直前にはこのようなものだと思っていた。元々、7～9月について、輸出はもう少し強いかなと思っていたが、やはりその後、海外とか円高の影響が少し早めに出てきた感じがあるので、若干下振れ気味かなとみている。

森本委員

宜しいか。図表16の企業マインドであるが、全産業では11月はそれほど悪くなっていないが、製造業が結構悪化している。非製造業も、ウェイトがどれ位かは分からないが、少し良くなっているだけである。ただ、製造業も既に10月位から円高についてマインド面でも影響を受けていたであろうし、タイの影響を考えると悪くなり方が結構大きいという感じがしている。全体感というか、全産業と比べると、製造業は結構悪くなっているという感じがするが、どのような感じであるか。

前田調査統計局長

表の一番上の全産業はQUICK短観と書いてあるが、その下はロイターであって、そういう意味で、若干対象が違うということと、調査時期も多少ずれている。

森本委員

全産業というのは、非製造業のウエイトは結構高いのか。

前田調査統計局長

QUICK短観については、中身を見ると、実は製造業はまだそれほど落ちていない。もしかしたら、調査時期の差かもしれない。ロイター短観は、全産業という数字がなく、製造業と非製造業が分かれた数字しかないが、非製造業の方が上がっていて製造業の方が落ちているということである。ロイター短観をみると、先々については、ここにはまだタイの影響が十分に織り込まれていなくて、先々輸送機械などがタイの影響で悪化するみたいな感じはあるので、まだ先は悪化していくと思う。かつ、QUICK短観とロイター短観では水準も大分違うので、どちらが正しいとはなかなか言えない。この間位だと思うが、やはり全体としてみれば、方向性としては製造業を中心に少し慎重化している、タイの影響次第ではもう少し慎重化してくると思う。

森本委員

(2) の中小企業は、11月には出ていないが、10月はそれほど悪くない。この辺も少しピンとこないという感じがしている。それを伺ってもしょうがないが。

前田調査統計局長

ただ、やはり中小企業は、製造業も含めて食料品のように国内向けの企業が多いので、国内需要はそれほど下振れている訳ではないということ、もしかしたら反映しているのではないかと思う。ここには書いていないが、この後10月末位に調査された景気ウォッチャーをみても、少しリバウンドしたりしており、それも国内景気だと思うが、国内はそう下振れていないと、一応推察している。

白井委員

今の説明どおりだと思うが、製造業と非製造業で、何か差が出ている感じである。機械受注も、今おっしゃったように、国内向けはそんなに悪くないと思うが。

前田調査統計局長

外需が落ちているのは、半導体製造装置などで、ITセクターの話が中心だと思う。

白井委員

株なども、どちらかと言うと海外向けのところがかなり落ちているということであるが、製造業と非製造業で、ずいぶん鮮明になっている感じがするが。

前田調査統計局長

私共も、一応そのように理解している。勿論、非製造業も製造業の影響を受けるので、そこは断絶されたという訳ではないが、日本の場合、国内では復興需要があるので、それが海外の影響を若干和らげているということではないかと思っている。

亀崎委員

設備投資の先行指標の機械受注であるが、先程の海外経済の減速に加えて、円高の高止まりで海外生産へシフトしていくというような、そういうものが出てきているというのは早計か。

前田調査統計局長

100%それを排除できるものではなく、可能性としては多少あるかもしれない。機械受注については、先程も申し上げたが、まだ見通しの段階で、過去数四半期も見通しがどっと変わったりしたこともあるので、もう少し

みないといけませんが、4～6月の見通しが相当下振れて——実現率が相当下振れて——、この機械受注は、過去3四半期の実現率をベースに見通しを作っているのですが、もしかしたら若干弱めに出ている可能性もあるかもしれない。さらに言うと、図表19で機械受注をみても建築着工をみてもそうであるが、我々は直ぐ製造業に目が行きがちであるが、製造業はリーマンでどっと落ちた後、それほど戻っていない。ウエイトが一頃に比べると小さくなっている。非製造業のウエイトが大分上がっている感じがあって、当然、製造業が落ちれば設備投資全体にも影響はするが、昔のように製造業で設備投資の全てが決まるという訳ではないと思う。

白川議長

他にご質問はないか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

ないようであれば、金融環境に移りたいと思う。

門間企画局長

それでは、事前にお配りしている資料-5の参考計表で説明させて頂く。まず図表1、インフレ予想関連である。この頁で前回会合以降新しく出ているのは、(2)の消費動向調査のみである。グラフの右端が10月分で僅かに上昇しているが、小数点以下1位までで申し上げれば、前月も今月も+2.0%ということであって、概ね横這いの動きである。図表2、(1)と(2)がエコノミストのCPIの見通しである。ここには10月調査分まで書いてあるが、11月が出ているので、(2)の年度ベースの計数について申し上げると、2011年度11月調査が-0.1%と、10月に比べて0.1%ポイント上方修正である。2012年度については、-0.2%で変わらない。続いて、図表3(1)が債券担当者を対象にしたアンケート調査であるが、10月下旬の調査の分まで出ているが、ご覧のように3本ともほぼ横這い

であり、一番上の一番長い予想についても引き続き+1%前後で推移している。(2) の実際のスワップレートから計算しているインプライド・フォワード・レートについても、ご覧のように横這い圏内である。以上、各種のインフレ予想については、足許ほとんど変化はなく、安定しているという認識で良いと思われる。

次に、図表 8、資金調達コストである。あまり多くのデータは出ていない。というのも、貸出約定平均金利については、3月と9月のデータは他の月よりも公表が遅くなるので、今回新しいデータは前月会合以降入っていない。そこでCP発行レートについてご覧頂くと、右端の10月分が0.13%と、極めて落ち着いている。四半期ベースで見ると、緩やかな低下傾向にあることが鮮明である。また、個別の銘柄についても、例えば

の6か月物が8月は であったが、直近11月に入ってからはまだ低下している。さらにその下、社債の発行レートでAA格をご覧頂くと、10月は0.68%と少し上昇しているが、四半期単位で傾向的にみて頂くと、やはり緩やかな低下傾向にある。また、この足許の上昇についても、同じ格付けの中でもスプレッドの厚い銘柄が発行されているとか、スプレッドが厚めのものが元々多いREIT債の発行が増加しているといったことを反映しているものであって、むしろ発行体の裾野が広がってきていることの影響と言うこともできる。以上を踏まえると、企業の資金調達コストは、新しい貸出金利のデータは出ていないが、緩やかに低下しているというこれまでの評価で良いと思う。少なくとも、そういう評価を変えるべき材料は出てきていないということである。

次に、図表 14、資金調達量である。民間部門総資金調達であるが、10月の前年比が-0.6%となっており、前年比のマイナス幅が一段と縮小している。内訳で一番はっきりとした変化があったのが銀行貸出であるので、中段の表で銀行計の10月分をご覧頂くと、前年比+0.3%と、これは1年11か月振りにプラスとなっている。前月9月分で紹介した電力会社向けの運転資金やイン・アウトの企業買収関連の資金が、平残ベースではむしろ10月に効いてきているという点が大きく、これらは残高ベースで暫く

残りそうである。加えて、被災地の資金需要も、徐々にではあるが出てきている模様なので、銀行貸出は、全体として当面前年比プラス圏で推移する可能性が高いとみている。同じ表のCP・社債についても、10月は合わせて前年比+2.0%と、引き続き小幅のプラスで推移している。下段の表で、社債の発行額の10月分について、前回会合時点で5,000億円弱になるのではないかとお伝えしていたが、そのとおり、4,900億円で着地して、電力を除くベースでは、昨年や一昨年の10月を上回る発行額になっている。ご覧のように、BBB格についても6銘柄、650億円と比較的多く、発行体の裾野は引き続き広がっている。社債の発行環境は良好という評価で良いように思う。

次に、アベイラビリティーに関するDIは後回しにして、図表24で倒産件数を確認しておきたいと思う。(1)の太い線が倒産件数、我々が季節調整をかけている系列である。このところずっと低水準横這い圏内であるが、右端の直近10月は一段と減少しており、この季調済の水準——931件——、これは1991年10月以来、ちょうど20年振りの低水準である。金融円滑化法や各種の施策により、倒産が表面化しにくい状況が続いているということである。

図表25、マネー関連についてデータを確認して頂くと、マネタリーベースの10月の前年比が+17.0%、マネーストックについては、M2の前年比が+2.7%、M3が+2.3%で、この辺りは前月と変わっていない。そこで、先程飛ばしたDIに戻る。図表20をご覧頂きたい。前回会合以降新しく出たのは日本公庫の月次データであり、その10月分である。この図表20では、2か所アップデートされている。一つ目は、金融機関の貸出態度である。10月分の28.7%ポイントという数字であるが、9月に比較的大きめに改善した後、その水準が維持されている。四半期ベースで流れをみると、改善傾向ははっきりしていると思う。もう一つは、資金繰りDIの表、中小企業（日本公庫）である。9月が-1.8%ポイントになってマイナス幅が明確に縮小した後、10月次第では、「中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさがなお窺われる」というこれまでの評価をそろそ

る変えても良いかなと、前回会合で申し上げていた。出てきた結果が+2.1%ポイントと、一気にプラスまで改善したので、お約束どおり、評価を変えてはどうかと考えている。その前に、念のため、各種の資金繰りD I 指標を改めて確認しておくという意味で、資料5の本文の方の5頁に、過去の水準も含めて資金繰り判断D I の纏めが書いてあるので、それをご覧頂きたいと思う。各種D I の一番左側が今回直近の数字で、ご覧のように、日本公庫（中小企業）は+2.1%ポイント、これが震災前の-0.8%ポイントを、今回上回った。そして、震災前に比べて、シャドーがかかっている商工中金（中小企業）を除いて、他の指標も全て直近の方が上回っている状況である。また、全指標とも2000年以降の平均は上回っている。それから、右の2列は、過去の循環局面において、資金繰りについて「厳しい」という文言が少しでも入っている評価を外したタイミングで利用可能だった指標の水準である。ご覧のように、2×6個数字があるが、12個のうち1個を除き、直近の方がレベルは良いということである。このように、震災前との比較、2000年以降の平均との比較、過去の我々自身の判断との整合性、という三点からみて、「厳しさがなお窺われる」という評価はそろそろ外しても良いのではないかと思う。

以上、今月の金融環境を纏めると、ポイントは三点かと思う。第一は、コスト、量、それから最後のアベイラビリティ——資金繰り——、いずれの面からみても、企業の資金調達環境は、引き続き極めて緩和的であるということである。第二に、その資金繰りについては、各種のD I が揃って改善してきている状況が確認されたので、その点を踏まえて評価を進めると良いというように考えている。第三に、そうはいつでも、米欧を中心に国際金融資本市場の緊張が続いている中であって、今後の我が国の金融環境についても、予断を持たずにみていく必要があると申し上げておきたいと思う。その三点である。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

宮尾委員

今、纏めて頂いた最後の三点目の、今後の金融資本市場の動向について、このセッションではあまり議論はされないかもしれないが、私自身ずっと気になっているのは、円高もそうであるが、株価の低迷である。それについてどのようにみていったら良いのか。日経平均とTOPIXの両方をみているが、特にTOPIXについては730ポイントと既往最低水準、震災時の最低水準と同程度で、かなり低い水準が8月からずっと続いている。これの実体経済に及ぼす影響について、金融環境に含めるとどのように考えれば良いのか。この資料では、例えば、エクイティ・ファイナンスが株価と関連があると思う。エクイティ・ファイナンスはほとんど行われていない、というのが現状であると思うが。

門間企画局長

エクイティ・ファイナンスは、今に限らずこのところずっとないので、そこはあまり変化はないが、おっしゃったように、株価については、色々と個々に影響を受けてそうになっているという面と、それが色々な影響をもたらし得るという両方の側面があると思う。まず、前者について言うと、勿論、基本的にはこの夏以降のグローバルな投資家のリスクオフが効いていると思うが、やはりここにきて、先程、実体経済の方でも話があったが、輸出関連企業を中心に収益の見通しが悪化してきていることから、バリュエーション的にも多少日本株が売られやすいという状況もあることに加えて、先週位から、例のコンプライアンス関連のことも若干株価の下押しに効いているということもあると思う。今の株価水準が、直ちに金融環境として非常に厳しく効いて、あるいはそれが金融機関の貸出姿勢や色々なことに影響を与えるというようには思っていないが、そこは当然他の要素と併せて注意をしてみていくべきものだろうと考えている。

それから、株価と少し離れてしまうが、多少なりとも国際金融資本市場との関連で足許変化があり得るということで敢えて言うと、日本の企業は

国内の資金調達は全く問題ないが、海外では多少ドル金利が上がってきているということがあるように聞いているし、また極く一部であるが、邦銀の支店がないところで展開している企業が、ヨーロッパの銀行の影響で、多少、資金繰りとは言わないが、ファイナンスの変更を余儀なくされている。今のところ、そういう企業も、日本の銀行に肩代わってもらったり、手許を厚くしたりしているので、グローバルなアクティビティーに変化は出ていないが、多少そういうファイナンス面での変化がちらほらと出てきていることは出てきている。それから、全くアネクドタルであるが、いずれ日本の社債の発行環境も、もしかすると悪化するかもしれないということで、多少発行を前倒しするなどといった動きもなくはないと聞いているので、企業も含めて先行きの金融環境には全く万全の構えでいる訳ではなく、何らかの神経質な要素を持ちながら、展開をみているというところがあるように思う。

白川議長

他にご質問はあるか。

5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

金融経済月報の概要についてお願いします。

関根調査統計局経済調査課長

それではA3の表に基づいて、私からまず実体経済・物価についてご報告する。実体経済の現状の総括判断であるが、先程の前田調査統計局長の纏めにもあったが、「持ち直しの動きが続いているものの、海外経済の減速の影響などから、そのペースは緩やかになっている」としている。先月との比較では、後段の部分で、「海外経済の減速の影響などから、そのペースは緩やかになっている」ということを付け加えることによって、景気判断をやや慎重な言い振りにした形になっている。続く各論の段落で、この

総括判断に対応するのが、輸出・生産のところで、「震災後に減少した海外在庫の復元もあって増加を続けているが、海外経済の減速の影響などから、そのペースは緩やかになっている」としている。その少し前に戻って頂き、個人消費については「底堅く推移している」、住宅投資は「持ち直し傾向にあり」としている。これについては、それぞれの指標をみていくと、前月比マイナスの指標もあったが、別に基調が崩れている訳でもないということで、こういう表現にしている。

続いて、先行きである。こちらは、展望レポートで書いたシナリオに概ね沿った形であるが、長いところが付け加わって、「緩やかな回復経路に復していく」というのに少し時間がかかるという文章表現の変更になっている。その長い文章のところを読み上げさせて頂く。アンダーラインのところである。「当面、海外経済の減速や円高に加えて、タイの洪水の影響を受けるとみられる。もともと、その後は、新興国・資源国に牽引される形で海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していくと考えられる」ということである。同じ趣旨のことが、輸出・生産のところで、「当面、横ばい圏内の動きになるとみられるが、その後、海外経済の成長率が高まることなどから、緩やかに増加していく」としている。その先の個人消費のところで「引き続き」が入っているが、これは単に現状のところで同じ「底堅く」という表現を使ったことに伴う、文章上の表現変更である。

最後に、物価である。物価の現状のところでは、C G P I の実績に合わせて、「国際商品市況の下落などから、弱含んでいる」、先月までは「横ばい圏内」としていたが、これを「弱含んでいる」という形に変更させて頂いている。私からは以上である。

神山企画局政策企画課長

金融についてご説明する。まず金融市況であるが、円の対ドル相場、長期金利、株価とも「前月と概ね同じ水準」としている。

次に、我が国の金融環境の総括表現であるが、一歩進めるということで、

単に「緩和の動きが続いている」としている。先月までは、「中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさがなお窺われる」という表現が入っていた。遡ると、この中小企業に関する資金繰りの表現は、東日本大震災の直後の本年4月に加えた経緯がある。個別項目であるが、三点ほど変更を行っている。まず資金需要面について、「運転資金や企業買収関連を中心に、増加の動きがみられている」と「企業買収関連」を加えている。次に、銀行貸出について、「前年比は、小幅の増加に転じている」としている。前月は「減少幅が緩やかに縮小」ということであった。最後に、社債・CPについて、「残高は前年水準を上回っている」としている。前月はCPについて「概ね前年並み」としていた。以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

それでは、明日は午前9時に再開する。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆様におかれては厳正な機密管理をくれぐれも宜しく願います。以上である。

(16時06分中断、16日9時00分再開)

白川議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行であるが、最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営等に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に10月27日開催の決定会合の議事要旨の承認である。政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは藤田幸久副大臣、内閣府からは石田勝之副大臣である。会合中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くよ

うにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので宜しくお願いする。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

金融経済情勢に関する討議に入りたいと思う。このラウンドではお一人5分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。本日の発言の順番であるが、宮尾委員、西村副総裁、石田委員、中村委員、森本委員、亀崎委員、白井委員、山口副総裁の順番である。それでは、宮尾委員からお願いする。

宮尾委員

それではまず、金融・物価情勢の現状認識の全体観から申し上げる。前回会合以降、欧州債務問題では、イタリアへの波及が現実のものとなり、米国でも、これまで強気を維持してきたF e dの経済見通しが大幅に引き下げられるなど、欧米金融経済の脆弱性が改めて確認された動きとなった。また、日本経済に関しても、海外経済の減速や円高の影響などが、想定より早く生産・輸出に影響し始めている。我が国は、緩やかな持続的成長経路へと移行していくうえで、引き続き大きな下振れリスクに直面しており、内外の経済・物価情勢、金融資本市場の動向について、より丹念に点検していく必要があると考えている。

では、海外経済から、前回会合以降の変化点を中心に述べる。まず、米国経済であるが、これまで強気であったF e dの経済見通しが大幅に引き下げられ、その緩慢な回復ペースが改めて示唆された。公表データなどからは、企業収益あるいは設備投資などは底堅く推移しており、個人消費も緩やかに増加している。一方で、バランスシート調整を背景に、住宅部門と雇用の回復は引き続き遅れている。この間、F e dは金融緩和に前向きな姿勢を崩しておらず、MBS市場——住宅ローン担保証券であるが——での証券買入れなど、さらなる緩和策に踏み切る可能性がある点には注意

が必要と考えている。なお、昨晚発表された経済指標については、小売売上高、製造業景況指数など、市場予想を上回るポジティブな指標がみられたのは明るい材料と言えるかと思う。

続いて、欧州経済である。欧州では、EUがユーロ圏の経済見通しを大きく引き下げ、特に来年の成長は0.5%成長と見込まれるなど、景気の減速がより鮮明となってきている。足許のデータからも、輸出、投資財受注、生産、消費マインドなど、いずれも低下してきている。こうした状況の中、ECBは金融緩和に踏み切り、0.25%の利下げを行った。このECBの利下げであるが、今後も続く可能性には注意が必要である。この間、欧州債務問題であるが、10月末に合意された包括案により一旦は落ち着いたものの、その後ギリシャでの国民投票が突如提案され、またそれが取り下げられ、そしてイタリア国債の利回りが7%を超えるなど、極めて不安定な状況が続いている。市場では、ECBが証券市場プログラムを通じてどこまでイタリア国債を買い支え、マーケットの不安を落ち着かせるか、という点に注目が集まってきていたが、ドイツ連銀総裁などは、「ECBは政府に対する最後の貸し手にはならない」と明確に否定しており、実際、ECBの証券買入額は直近の値でも増えていない。そのような中で、市場のターゲットは、フランス、スペインなどへも波及し始めている。先の包括案に関する具体的な実行可能性とも併せ、今後とも、極めて高い緊張状態が続くものと認識している。

中国経済であるが、輸出が減速しているほか、物価高を受けて個人消費の伸びが幾分鈍化しているものの、固定資産投資は高い伸びを持続し、全体として高成長を続けている。また、NIEs・ASEAN経済については、先進国経済の減速により、IT関連財を中心に輸出が弱めの動きとなっている。もっとも、これらの国でも内需は総じて堅調に推移しており、先日出張で訪れたマレーシア、フィリピンでも住宅建設ラッシュがみられ、バブルの様相が窺われた。面談した限りでは、政策当局はこうした動きに対して、LTV——Loan To Value——規制や銀行貸出の総量規制、与信集中規制といったプルーデンス手段を活用してコントロールしようとし

ており、例えば、貸出の増加ペースなどについては、アジア通貨危機前と比べてまだマネージできる水準、というような意見があった。いずれにせよ、アジア新興国における課題は、引き続き成長と物価安定をいかにして両立させるか、という点であるとの印象を強く持った。

次に、我が国の経済・物価情勢についてである。「持ち直しの動きが続いているものの、海外経済の減速の影響などから、そのペースは緩やかになっている」との執行部説明に違和感はない。前回会合以降、政府・日銀による為替介入の効果で、円高は若干修正されているが、これまでの円高と足許の海外経済の減速の影響が当初の見込みよりも早く現れ、輸出・生産のペースが緩やかになってきている。7～9月の実質GDP成長率は+1.5%、年率+6.0%と、震災からのV字回復を裏付ける高い伸びが確認された。しかし、9月単月で見ると、鉱工業生産が6か月振りに減少したほか、出荷も液晶テレビや半導体製造装置を主体に減少するなど、海外経済の減速と円高の影響が既に出始めている。ヒアリング調査に基づく先行きの生産動向をみると、実勢ベースで10～12月期には前期比1%程度減少し、1～3月期には1%程度回復するという見通しが考えられるが、その中には、タイ洪水による短期的な落ち込みと回復の影響がそれぞれ含まれて推定されている。洪水の影響を除いたベースでみた生産は、従来の執行部の見通しとの対比でみて、10～12月期で前期比-1%程度、1～3月期では-2%程度と、それぞれ下振れするものと予想される点に注意が必要である。

需要面であるが、公共投資はこのところ下げ止まりつつあり、先行きについては、社会資本の復旧などから徐々に増加していくものとみられている。しかしながら、先行して動く公共工事請負金額の推移をみる限り、その増加ペースは緩やかで、復興需要関連の公共投資の出遅れが懸念される。

次に、企業収益、設備投資についてであるが、企業収益を上期と下期に分けてみると、上期は生産のV字回復に伴い上方修正が、下期には円高や海外経済の減速、タイ洪水の影響などに伴い下方修正が、それぞれかかるとみている。こうした中で、設備投資は上期までの好調を維持してきたが、

9月単月の動きをみると、資本財供給、建築着工、機械受注、いずれの指標も前月比マイナスに転じている。その中で、設備投資の先行指標である機械受注の10～12月期の見通しは、前期比-3.8%と予想されており、公共投資の出遅れと併せて、先行きの設備投資について民間企業が慎重になっている可能性が窺われる。設備投資の動向の先行きについては、後半の金融環境のパートでも、株価動向と絡めて改めて論じたいと思う。なお企業マインド動向であるが、10月のタイ洪水の影響を織り込んだ直近の指標——ロイター短観——では、大企業製造業の頭打ち傾向がより鮮明になっている。

雇用・所得、あるいは個人消費動向について申し上げる。雇用・所得環境はなお厳しい状況が続いているが、失業率の低下傾向など、徐々に改善に向かっているとみられる。そのもとで、個人消費は、足許及び先行きに亘り、底堅く推移するとみられる。新車登録台数や家電販売が振れを伴いつつも回復傾向にあるほか、出遅れ感のあった旅行関連が8月に震災前の水準を回復した後も堅調に推移している。

この間、物価動向をみると、9月のCPI（除く生鮮食品）前年比は、前月と同じ+0.2%となった。10～12月期を展望すると、たばこ税増税と傷害保険料改定の影響が剥落すること、そして、足許の輸入物価が低下している中で、過去の商品市況上昇に伴うエネルギー関連や食料加工品への波及が、従来見通し対比弱い可能性があることには注意が必要とみている。結果として、CPI前年比は、マイナス領域に一旦下落した後、暫くマイナス圏で推移する可能性も相応に意識すべきと考えている。以上である。

白川議長

西村副総裁お願いします。

西村副総裁

前回会合以降の金融経済情勢をみると、一昨日の7～9月GDP統計は、先程、宮尾委員からもあったように、年率+6.0%ということだが、特に

私がみたいのは、過去2四半期もマイナス幅を0.2%ポイント縮小させている点であり、この点から震災からの回復というのを実感させられた。ただ足許は、輸出と鉱工業生産での半導体製造装置等の動きにみられるように、海外経済減速の兆しを反映し、回復の伸びに今までの勢いがなくなっている。従って、現状評価は、ワンノッチ下方修正の月報案に違和感はない。先行きは、海外経済は強弱区々だが、全体としてみれば下振れリスク、それも短期に終わるというよりも長期化するリスクが、前月に比べてもじわりと高まってきているように思う。それに呼応して、企業の将来見通しにも、短期的にも中長期的にも下振れリスクが増大しているように思われる点が気がかりである。欧州ソブリン問題が、欧州を越えてグローバルに信用収縮をもたらすリスクが主要なリスクであるが、極く最近判明したイラン核兵器開発問題を巡る地政学リスクの増大、それに対応したエネルギー価格再上昇の兆しにも注意したいと思っている。前回展望レポートの先行き見通しで、私の見方はその下限ぎりぎりのところと述べたが、今回も同じような意味で、月報の先行き表現について、今後、今述べたようなリスクが顕在化しない限り、という条件付きで受け入れたいと思っている。

海外経済であるが、国際金融市場で一段と緊張が高まっている。前回会合後、ギリシャ政局が混乱、さらに恐れられていた不安の伝播がギリシャからイタリアへと顕現し、イタリア10年国債が11月9日には一時7.5%を付けた。その後、ギリシャ、イタリアでの新内閣発足を受けて小康状態となっているが、どれも選挙の洗礼を受けないテクノクラートが首相となる内閣であり、それが国民に大きな負担——それも並みの負担ではない強烈な負担——を強いるということが本当に可能なかどうか、同じ経済学者出身として成功を信じたいところではあるが、大きな不安が残る。欧州ソブリン問題の深刻さの本質は、ユーロ統合が大きな果実を各国にもたらしたが、各国はその果実を既に食べ尽くしてしまっており、今まさにその果実の代価を払わなければならないという時に、既に手許に何も残っていないという点が問題である。周縁国やイタリアにとってユーロ統合の果実というのは、借入費用の劇的な低下である。その果実の代価というのは、

労働市場改革による生産性に見合った賃金水準であり、きちんとした徴税のシステムであり、政治で歪まない行政のシステムである。これによって、周縁国やイタリアは、ドイツを中心とする北ヨーロッパに収斂していくことができ、それによってユーロ圏が持続可能になったはずである。ところが、借入費用の大きな低下を得た周縁国、イタリアは、痛みを伴う労働市場改革、徴税システム・行政システム改革を先送りする形で、借入費用低下のみを享受し、財政支出が増大し、あるいはバブルの発生を許したうえ、この低い借入費用に依存する経済構造になってしまっている。つまり、いよいよ果実の代価を払わなければならない時に、手許にはその代金を払う蓄えがないという状態である。しかし、ユーロ圏からの離脱と債務のリストラは経済の混乱をもたらし、今後の借入費用のさらなる急騰をもたらすので、これは難しいと考えている。実は、果実を既に食べ尽くしたという点では、ドイツにも当てはまる。ドイツは、これら域内諸国に対する融資を結果的に直接的・間接的に増やし、それでファイナンスを付ける形でこれら諸国に輸出を増やし、経済成長を確かなものとし、安定的に経常収支を黒字にしてきた。加えて、ユーロの為替レートはこれらの諸国を包含するために低位にとどまり、それが域外諸国との競争で強い競争力を生み出した訳である。従って、現状はこれが持続する限りにおいて、ドイツにとって決して損な状況ではない。ユーロ圏の全面的な崩壊は、ドイツにとっても、新しい自国通貨が——これはしばしばマルクに戻るとか、ノーザンユーロという意味でニューロとか言われているが——現在のユーロに比べて大幅な切り上げになるということが予想されることを考えれば、それだけは避けたいと言うはずである。欧州ソブリン問題では、このように、周縁国やイタリアの状況とドイツの状況とがちょうどコインの裏表のような形になっている。このことは、財政統合の必要性ということの意味が、ドイツとその他の国で大きくずれていることにも現れている。ドイツにとっては、財政統合とはユーロ政府がドイツを代弁して、周縁国やイタリアに極めて厳しい緊縮財政を課して、統合の代価を直ちに今直ぐ強制的に払わせるということであり、これに対して、周縁国やイタリアにとっては、

ドイツから財政移転を得て、やがて統合の代価を払えるようにするために、今は差し当たり体制を維持するということである。従って、今後あり得るシナリオは、同床異夢の形で財政統合への道筋を示し、ヨーロッパ・スタビリティ・メカニズムの前倒し発足などで、とにかく少しずつ事態の悪化を食い止めながら現状を維持し、極端な悲観に走る市場に調整の時間を与えながら妥協を探る、ということであろうと思う。しかし、市場の反応という地雷原が次第に狭まっていることをみると、緊張が著しく高い状況が続き、かつ何かをきっかけとして雪崩現象にならないとも限らない点を頭に入れておく必要があると思う。こうした背景のもとで、欧州経済は足許急速に停滞方向に変化している。ECBは先週ドラギ総裁初会合で利下げに踏み切ったが、その理由は今後リセッション入りする可能性が高いということだったと記憶している。特に、製造業PMI等のサーベイデータで指標の悪化が大きいということがある。

米国経済、中国経済は、前回までに何度も指摘したとおりの展開をしているので、簡単に済ませたいと思う。米国経済では、足許は予想比悪くないデータが続き、二番底懸念が後退した。シティグループのサプライズ・インデックスをみても、10月20日にプラスに転じた後、さらに上昇している。昨日も、かなり大きなポジティブ・サプライズであった。しかし、どのデータをみても目立った改善ということではなく、そのため、雇用面での改善の遅い、著しく緩慢な回復が長期間続く可能性という見立ては変わっていない。

中国経済では、前回以降のデータは、輸入を含めて足許から今後にかけての減速を示唆する数字が多かったと思う。ただ、食料価格インフレの一段落から総合インフレ懸念の低下を囃し、金融緩和に舵を切るという予想が有力になりつつあり、大きな下押しはなさそうである。ただ、強い内需プレッシャーが常にある場合は、引締めから緩和への変更が即座に内需を喚起し、成長率低下を抑える。しかし、人口構成の変化等のスロームービングな要素は、前回ご説明したように、次第にこの強い内需のプレッシャーというものを弱くする方向に働きつつある。実際、この強い内需プ

レシヤのバロメーターとも言える中古住宅価格は、上海の二手房指数——これは中国の価格指数であるが——をみると、2003年の指数発表以降、次第に伸び率を低くしており、10月は極く小さなマイナスとなった。従って、今後予想される政策微修正の影響は、实体经济をプッシュする力が今までほどには強力ではなく、一部に言われているハードランディングは考えにくいとは思いますが、力強い牽引力のある回復とはならない可能性は注意したいと思っている。

我が国経済では、設備投資で復興需要が徐々に顕在化しつつある。機械投資の一致指標である資本財総供給が、4～6月に前期比4.2%増となった後、7～9月も3.9%増加した。特に、復興需要絡みの建設機械は、バブル期以来の大幅な伸びとなっている。住宅投資は、7～9月で均すと前期比+10%近い年率90万戸弱と、震災前を上回った。個人消費も、小売業販売額（実質）が4～6月で前期比2.2%増となった後、7～9月もほぼ2%増と増加を続けて、財消費は底堅く推移している。外食産業や旅行取扱額も、震災前を上回る水準まで回復するなど、サービス消費も持ち直してきている。しかし、足許は、振れが大きい先行指標である機械受注（民需、除く船舶・電力）が、9月マイナスの後、先程、宮尾委員からのご指摘もあったが、10～12月の見通しもマイナスである。住宅投資も、各種住宅取得促進策の終了前の駆け込み需要の反動からであるが、9月の新設住宅着工指数が前月比-20%と大幅減となった。これが単純な反動かどうかについては、少し考えておく必要があると思う。しかも、R R P I インデックスという中古マンションの価格指数があるのだが、これでも首都圏の中古マンション価格は、6月をピークに下落に転じている。また、これまで非常に強い上昇を続けていた大阪圏の中古マンション価格の上昇率もマイナスに転じるなど、やや気がかりな動きがある。加えて、足許の消費者態度指数や景気ウォッチャー調査からはコンフィデンスの改善傾向に足踏みがみられ、消費の先行きも楽観視できない。輸出では、自動車の輸出増加も一巡し、加えて、他の消費財や中間財の輸出では海外経済減速や円高にタイの洪水も加わって、増加のペースが落ち、9月鉱工業生産は実

勢ベースで-4%と、前月比減少となっている。10~11月に行われた企業の景況調査は、中小企業景況調査については、日本商工会議所の早期景気観測や日本政策金融公庫の中小企業景況調査をみても、改善傾向にある。これに対して、QUICK短観やロイター短観は、先程、宮尾委員がご指摘されたように、やや弱いと思う。これは、考え方では内需中心の中小企業では持ち直しの動きが続いているものの、海外景気や円高の影響を受けやすい輸出型大企業の景況感が慎重化しているとも解釈できる。以上から、特に大企業を中心として、企業の将来見通しについても、短期的にも中長期的にも下振れのリスクが増大しているように思われる。時間がなくなったので、物価に対しては次のラウンドで説明したいと思う。以上である。

白川議長

石田委員お願いします。

石田委員

まず、我が国の経済の現状及び先行きについての見方は、前回会合時点からそれほど大きく変わっていない。海外であるが、まず、欧州については、前回会合直前に包括策の大枠が合意された後も、緊張した状況が続いている。その後公表されたインデックスをみると、企業マインドの一段の悪化を示しているし、生産にも減速がみられる。欧州経済は、ほぼ横這いの状態とみている。また、先行きの景気後退リスクも一部では意識されてきている。欧州については、引き続き下振れリスクを中心に、今後も最大の関心を払っていく必要があると思う。

次に、米国であるが、市場においては一頃の景気後退懸念が和らいでいる。マインド面に引き続き弱さが窺われるが、米国は、全体として緩やかながらも成長を続けており、一段の腰折れの可能性は小さいとみている。なお、雇用統計についてみると、非農業部門就業者の10月の増加が8万人と、10万人を下回り、市場予想にも届かなかった訳である。しかし一方で、過去実績が、8月が+10万4,000人、9月が+15万8,000人と、そ

れぞれ5万人近く上方修正されている。8月は当初ゼロと発表されて、市場の景況感に大きなインパクトを与えたが、二度に亘る改訂で10万人を超えるものとなっている。雇用は、マーケットがみているほどには弱くはないのではないかと思う。

新興国については、輸出・生産に若干の下押しがみられるものの、内需は総じて底堅く推移していると思う。中国では、先程も西村副総裁が触れられたように、CPIが10月に前年比+5.5%と、+6.0%を下回る水準に低下した。予てからの金融の引締めに加えて、食料品価格が豚肉価格上昇の一服などから頭打ちとなるもとの、一頃の物価高騰の流れが若干変わってきた可能性もあるかと思う。今後、物価上昇にブレーキがかかれば、実質購買力の改善も期待されると思う。新興国については、比較的人口が少なく輸出依存度の高い国々については、先進国景気の減速による下押しの影響がみられるものの、人口の多い国々については底堅い内需に支えられており、全体としては高めの成長が保たれると思う。

我が国については、7~9月の実質GDPが前期比+1.5%となり、震災からの持ち直しが改めて確認された。ただし、9月の生産や機械受注は前月比マイナスとなっており、また先行きの予測調査をみても弱含んでおり、海外経済減速や円高の影響の気配が窺われる。問題は、これが一過性の動きとなるのか、それなりの長さを伴うのか、という点である。足許10~12月の減速の度合いと年明け1~3月の回復の度合いが今後の鍵となると思うので、しっかりとみていきたい。

先行きのリスクについては、展望レポートを取り纏めた前回会合から大きく認識を変えていない。ただし、上下のリスクのうち、引き続き下振れリスクをより意識すべき局面だと思う。徐々に影響が明らかになりつつあるタイの洪水については、生産・輸出への影響のみならず、企業収益には下押し圧力となるが、各企業の対応状況、復旧状況について、今後よくみていく必要があると思う。景気が回復経路に復していく前提の一つである復興需要に関しては、予算が執行されていけば、自ずとその効果が顕現化していくはずである。ただし、平均有効求人倍率が0.6倍台にとどまって

いるもとでも、被災地においては、作業現場における人手不足を指摘する声が聞かれている。雇用のミスマッチや復興計画そのものの履行の遅れなどが予算執行の支障となり、景気の浮揚効果が後ずれするリスクについても留意する必要があると思う。要するに、先行きのリスクについては、展望レポートを取り纏めた前回会合から大きく認識を変えていないということである。

物価についても、従来の見方から変化していない。国際商品市況の下落や円高などから、国内企業物価は弱含んでいる。足許、原油の国際市況が上向き動きもみられるが、たばこ税引き上げといった特殊要因が剥落するもとで、予てよりみているとおり、消費者物価指数の前年比はマイナス圏に逆戻りすることも含めて、当面はゼロ%近傍で推移するものとみている。私からは以上である。

白川議長

中村委員お願いします。

中村委員

世界経済は、先進国の成長ペースが鈍化する中、新興諸国の成長に支えられ、基本的には緩やかな回復傾向が続いている。我が国経済は、海外経済の減速の影響を受けつつも、持ち直しの動きが続いている。ギリシャに連立政権が誕生し、イタリアでは財政緊縮法案が可決され首相が辞任するなど、政治情勢に一定の進展があったが、欧州債務危機の帰趨については不確実性が極めて高い状態が続いている。そうした中、欧州周縁諸国の国債金利や欧州銀行間取引金利のリスク・プレミアムは高止まっており、欧州金融市場を中心に緊張感の高い状態が続いている。市場のセンチメントはリスクオフに傾きやすいものの、新興国の株や国際商品等のリスク性資産は、均してみれば横這い圏内の動きとなっている。この間、ドル/円相場は75円台と戦後最高値を付けた後、為替介入もあって、足許では77円近傍で推移しており、我が国経済への悪影響が懸念される。

続いて、海外経済についてであるが、米国経済は、減速しつつも緩やかな回復が続いている。7～9月期の実質GDP成長率は+2.5%と、前期から伸び率を高めた。10月の小売売上高は5か月連続で前月比増加したほか、自動車販売台数も1,300万台を維持している。企業活動も、新興国経済の成長を背景に企業業績は堅調であり、10月のISM指数も50台を維持している。米国経済の先行きについては、堅調な企業業績を映じた設備投資や、低水準ながら底堅い個人消費を中心に、回復傾向が継続すると思われる。しかしながら、家計のバランスシート調整の影響等の構造要因が重石となっており、回復ペースは極めて緩慢とならざるを得ない。また、家計貯蓄率の低下を伴っての個人消費の増加は、金融・財政面からの景気刺激策余地が限定的なことなどから、持続力や回復力には不確実性が高いと思われる。

ユーロ圏経済は、7～9月の実質GDP成長率は+0.6%と、前期の+0.7%からさらに低下している。欧州債務危機はマインドを悪化させるとともに、金融機関の貸出姿勢の厳格化や欧州金融機関の資産圧縮の動きなどを通じて、実体経済へのマイナスの影響が顕在化しており、ECBは11月3日の政策理事会で、政策金利の引き下げを決定している。先行きは、マインドや実体経済の下押しの圧力の継続や、財政再建に向けた各国の緊縮政策により、回復ペースは減速するものとみている。

中国経済については、10月の指標が発表されたが、全体としては高い成長を示すものであった。もっとも、欧米経済の減速に伴い輸出の増勢が鈍化しており、製造業PMIの輸出関連項目も50を下回っている。個人消費も、新車販売台数が5か月振りに前年同月を下回るなど、一部に弱い動きもある。消費者物価指数は、前年比+5.5%と、前月より幾分低下しているが、政府の目標である4%を上回って推移している。先行きについては、温家宝首相が「インフレ抑制の取組みを維持する一方、必要に応じて経済政策を微調整する」と述べており、インフレ抑制と経済成長とのバランスを取りながら、高めの成長を続けると思われる。

NIEs・ASEANは、先進国経済の減速を受け、IT関連の輸出や

生産を中心に弱い動きもみられるが、堅調な内需に支えられ、全体としては底堅く推移している。当面は、外需の増勢鈍化に加え、タイの洪水に伴う供給制約の影響が残るものの、先行きについては、成長ペースは高まると思われる。

続いて、国内経済についてである。国内経済は、減速しつつも緩やかな回復が続いている。7～9月期の実質GDP成長率は年率+6.0%と、供給制約が解消に向かう中、自動車を中心に生産や輸出が増加したことなどから、前期の-1.3%から伸び率を大幅に高めた。個人消費も、消費者マインドが横這い方向にある中、引き続き底堅く推移しており、百貨店では高額商品の売れ行きが好調との話も聞かれている。なお、旅行取扱額の7～9月期は、前期比大幅に改善しているが、先日の沖縄県金融経済懇談会では、「観光客は、7月以降徐々に戻り始め、9月には前年を上回っているものの、客単価が下がっており、先行きが懸念される」との発言もあった。先行きについては、展望レポートのシナリオに概ね沿った動きとみている。年内は、内外での在庫復元の動きやペントアップ・ディマンドもあり増勢は維持できるものの、タイでの洪水被害や欧米経済の減速、企業の想定レートを越えた為替円高の影響等もあり、生産と輸出が当初の見通し対比下振れる可能性が強くなっている。先行きは、新興国に支えられ、海外経済の成長率が高まることなどから、輸出や生産が緩やかに増加、資本ストックの復元に伴う動きや、復興需要が徐々に本格化する中、設備投資や公共投資も底堅く推移すると想定される。みずほ証券リサーチ&コンサルティングの11月11日時点での金融を除く東証一部上場企業の来年3月通期決算の経常利益見通しは——カバレッジは時価総額ベースで99.5%であるが——、前年度比-9.5%の減益となっている。売上高に大きな変化がない中で、本年9月末時点での経常利益の見通しとの比較では5%近い下振れとなっており、海外経済の増勢鈍化、為替円高、タイの洪水の影響等が主因と考えられるが、企業の慎重な姿勢が窺われる。減益幅-9.5%は金額ベースでは約-2.4兆円であるが、業種別の寄与をみると、電気機械-1.1兆円、輸送機械-0.7兆円、電気・ガス-0.8兆円と、3業種計

で-2.7兆円となっており、これら3業種の前年度比落ち込みの大きさが際立っている。このように、業種ごとに格差があるほか、来年度以降の回復テンポについては、外需の動向や復興需要の進展次第となることから、推移を注意深く見守る必要がある。

リスク要因については、展望レポート記載のとおりであるが、次の二点については特に注意を要する。第一に、欧州債務危機は、一部の欧州周縁国の債務問題から、欧州全体を巻き込んだ問題へと急速に拡散しており、引き続き不確実性が極めて高いことである。また、最終的な解決に向けては、ユーロ圏の財政運営のガバナンスの見直し、周縁国の財政構造改革や中長期的な潜在成長率の引き上げが必要であるが、民主的な手続きを踏みながらの痛みを伴う意思決定には一定の時間が必要であり、問題解決の長期化が懸念される。第二に、我が国の企業マインドが下振れるリスクである。我が国の主たる製造業の多くは、東日本大震災による供給制約や様々な要因を克服し、ここにきて漸く量産体制に移行し、失った内外の市場シェアの挽回に取り組んでいる段階である。こうしたタイミングでの海外経済の減速や、為替円高の進行、さらにタイでの洪水被害の拡大は、輸出企業を中心に鼻を挫くものであり、収益の下方修正等を通じて企業マインドの下押し圧力となる。また、原発の再稼働に絡む電力の供給制約懸念もあり、生産拠点の海外シフトを加速させ、設備投資や雇用にマイナスの影響を及ぼす可能性がある。

最後に、物価についてであるが、9月の消費者物価は、前年比+0.2%と、8月対比横這いであった。ただし、10月のたばこ税等の特殊要因の剥落に伴い、消費者物価前年比が低下する見込みであり、当分はゼロ%近傍での推移が想定される。私からは以上である。

白川議長

森本委員お願いします。

森本委員

我が国の金融経済情勢については、展望レポートの見通しに沿った動きに特に変わりはないと思っている。ただ、海外経済は、欧州情勢を中心として、緊張感の高まった状態が続いており、より注意が必要だと感じている。

まず、海外情勢である。欧州ソブリン問題については、包括戦略が何とか合意されたが、その後、ギリシャ以外にイタリアでも政治の混乱があり、財政再建が遅れるとの見方のもとで同国の国債利回りが急上昇し、スペイン国債にも波及がみられるなど、緊張感の高い状況が続いている。また、包括戦略で合意したE F S Fの資金供給能力の拡充や民間関与分の債務カットなど、合意内容の実現に至る道筋に不透明感が強いこともあり、各国の国債の対独スプレッドが全般に拡大するなど、市場の不安は一向に収まっていない。フランスのように、市場の信認を維持するため、財政健全化へ向けた追加的な取組みを進める国もみられるが、こうした現状をみると、債務問題が解消されるまでには紆余曲折が予想され、なおかなりの時間を要すると考えられる。こうしたもとの、欧州委員会は、秋の経済見通しで先行きを大幅に下方修正したうえで、リスクは強いダウンサイドとしており、顕現化しつつある財政、金融システム、实体经济の負の連鎖が強まっていくことがないか、十分に注視していく必要がある。ユーロ圏の製造業PMIは、8月以降50を下回って推移しており、消費者コンフィデンスも悪化が続いている。ハードデータは、こうしたマインド系の指標ほどは悪化していないが、ドイツの国内投資財受注が8月以降2か月連続で減少しているほか、ユーロ圏の9月の鉱工業生産が2009年2月以来最大の前月比マイナス幅になるなど、減速感が強まっている。先行きは、ECBによる利下げやSMPが下支えする面もあるとは思いますが、債務問題の長期化に伴うさらなるマインドの悪化や金融機関のデレバレッジ、緊縮財政の影響などにより、消費や設備投資等内需の下押しに加えて、世界経済の減速から、欧州経済は当面かなり抑制された動きが続くとみている。

次に、米国経済については、設備投資や生産が増加基調を維持する一方

で、雇用者数の増加は小幅にとどまっており、バランスシート問題が重石となる中で、個人消費の改善は比較的緩やかとなっている。国際金融資本市場の緊張や歳出削減策の帰趨がみえないこともあって、家計や企業のマインドは弱く、先行きも改善ペースは全体として抑制され、緩やかなものになると考えられる。

新興国・資源国経済についてみると、中国では、欧州情勢を受けて輸出の伸び率は縮小し、先行きも影響が懸念されるが、好調な内需を背景に、生産や固定資産投資、小売売上高はなお高水準を維持しており、先行きも高めの成長を続けるとみられる。N I E s ・ A S E A Nでは、生産や輸出が先進国経済の減速やI T関連需要の減少の影響を受けているが、内需は引き続き底堅く、総じて回復基調を維持している。ただ、タイの洪水被害の拡大による、同国の生産・輸出のみならず、サプライチェーン障害を通じた他国への影響には注視が必要である。

次は、こうしたもとでの国内経済である。7~9月期の実質GDPは、供給制約解消に伴う輸出の急速な持ち直しや個人消費の改善などにより、大幅な改善となった。そうした急速な持ち直しのフェーズを経て、足許、緩やかな回復基調が維持されるとの見方に変わりはないが、前回会合以降に発表された指標をみると、雇用環境は改善の動きがみられたものの、生産や個人消費、設備投資、住宅投資などで、幅広くやや弱めの結果がみられており、注意深く見極めていく必要がある。特に、10~12月期の生産・輸出は、タイの洪水被害の影響で下振れるとみられる。被害はまだ収束していないが、自動車や電子部品・デバイス等を中心に影響が相応にみられており、ミクロ調査の結果も踏まえると、10~12月期の生産は前期比横這い圏内になる可能性がある。また、企業収益では、製造業の中間決算で、海外経済の減速や円高に加えて、洪水被害の影響も踏まえた業績見通しの下方修正等を行う動きも多くみられている。ただ、こうした洪水被害による経済の下押しは、一時的と考えている。年明け以降も、欧州ソブリン問題の帰趨など、海外経済の動向には十分に注意が必要であるが、洪水による生産制約もほぼ解消し、復旧需要が見込めることに加えて、震災からの

復興需要の本格化が下支えとなるとみられる。こうしたことから、今後は、新興国・資源国の成長にも牽引される形で、展望レポートで示した見通しに沿って、緩やかに回復していくものとみている。

最後に、物価である。10月の企業物価は、既往の国際商品市況の調整を反映して、プラス幅を大きく縮小した。また、10月の東京地区の消費者物価は、たばこ税と傷害保険料の押し上げ寄与が剥落し、前年比マイナス幅が拡大しており、全国の結果も同様の動きとなるものとみられる。国際商品市況は、足許幾分上昇しているが、世界経済の不確実性が高いこともあり、上下に振れやすい状況が続くとみられ、注視が必要である。我が国の物価は、国際商品市況の影響を受けつつ、当面、横這い圏内で推移するとみられるが、需給ギャップは引き続き縮小傾向にあり、中長期的に緩やかに上昇していくとの見方には変わらない。以上である。

白川議長

亀崎委員お願いします。

亀崎委員

目下の国際金融市場における最大の懸案である欧州債務問題は、包括的な政策対応が示されたが、その実現性を巡って問題点が明らかになってきている。まず、ギリシャ向け第二次支援における民間投資家の債権の50%放棄については、そもそも銀行以外の投資家がどの程度同意して参加するのかといった点のほか、債権放棄がCDSのクレジット・イベントに該当するのかといった点が、まだ明らかでない状況である。銀行のコアTier 1比率を来年6月末までに9%以上にする点についても、銀行に与えられた期間が悠長とも思える長さであることや、自ら資本を調達するのが難しい場合、デレバレッジにより目標を達成しようとするのを懸念する声も聞かれる。EFSFの強化にしても、詳細が明らかでなく、レバレッジを使う方法では、一国が破綻した場合、誰が最終的なバックストップ役を担うのかが今のところ不明である。このため、EFSF債の対独スプレッド

も、拡大に歯止めが掛かっていない状況である。こうした中、欧州では、予てより懸念されてきたコンテージョンが現実のものとなるか危ぶまれる状況となっている。プライマリーバランスが黒字であるにもかかわらず、債務残高が大きく経済の成長力も乏しいとみられているイタリアが、政治的な混乱もあり、財政再建に対する不信感からコンテージョン・リスクが顕在化するかどうかの瀬戸際となっている。ユーロ圏内の財政統合といった根治策は、ハードルが高く時間も要することから、現段階では応急措置が講じられようとしているが、そのためには規模とスピードをもって安定を図ることが急務である。市場のソブリン問題に対する目が厳しくなっている一方で、財政赤字をGDP対比3%以内、政府債務をGDP対比60%以内とする、安定成長協定を順守していない国が多いだけに、この先、イタリアにとどまらず、他国へ飛び火するリスクが懸念される。こうしたことから、今後とも深刻な状況が続くだけに、欧州の動向からは目を離せないと考えている。

こうした中、世界の实体经济は減速している。各国・地域別の動向をみると、欧州では、昨日発表された7～9月の実質GDP成長率が前期比年率で+0.6%と、2009年7～9月以来の弱めの伸びを示した。足許でも、周縁国ばかりでなく、コア国のドイツでも、域外向け海外受注数量が減少し、国内投資財受注も悪化し続けており、当面は減速した状態が続くと思われる。因みに、欧州委員会は、11月10日、EU全域の2012年の実質GDPの成長率見通しを+1.9%から+0.6%へと大幅下方修正しており、この間の見通しに対しては、強いダウンサイドと分析している。

米国では、7～9月の実質GDP成長率が前期比年率で+2.5%と、昨年7～9月以来の高い伸びを示した。これは、個人消費がプラス幅を拡大し、設備投資が高い伸びを続け、減少が続いていた政府支出が横這いとなったことが主な要因である。このうち、GDPの7割を占める個人消費については、今後は弱含んで推移することが見込まれる。その背景としては、企業収益が大きく伸び続ける一方で、労働分配率は低下し続け、所得が伸び悩んでいることが挙げられる。このため、消費者が貯蓄を減らして消費に

回していることが窺える。現に、2009年、2010年と5%を上回っていた家計貯蓄率が、足許では3.6%まで低下している。この先、雇用・所得環境が急速に改善することは難しいため、米国の個人消費は、消費者コンフィデンス指数にも表れているように、当面は捗々しくないものとならざるを得ないと考えている。

中国では、海外経済の減速から輸出が鈍化しているが、固定資産投資は高めの伸びを続けているほか、輸入や個人消費も堅調な伸びを示しており、高成長が持続している。こうした中、食料品を中心に9月のCPI前年比の伸び率が低下しており、家計の実質購買力が増していると思われる。中国では、2010年の年初以来、景気過熱抑制策が取られてきたが、高成長を維持している。今後、仮に海外経済の減速の影響が国内経済へ波及するなど、経済の下振れが懸念されるような状況になれば、金融緩和措置を含め、5年振りに開催される来年の党大会に向けて、成長率を高める施策が取られる可能性も否定できない。

また、NIEs・ASEANでは、先進国の経済が伸び悩んでいることから輸出・生産が鈍化しているが、内需が経済を下支えしている。このうち、タイについては、大洪水の長期化により被害が拡大している。自動車や電子部品のサプライチェーンを構成しているほか、コメの一大輸出国となっているだけにアジアを中心に影響の広がりが懸念される。

このように、全体としてみれば、世界経済は回復を続けていく、とのメインシナリオは維持しているものの、短期的には欧州の混乱次第で急減速となる可能性を含め、下振れリスクが大きいと考えられる。特に、欧米諸国では、マクロ経済政策での対応余地が限られているだけに注意が必要である。

こうした中、日本では、一昨日発表された7~9月の実質GDP成長率が前期比年率で+6.0%と、2010年7~9月以来のプラス成長となり、東日本大震災による大幅な落ち込みから急回復したことが確認された。足許でも、設備投資が緩やかに増加しているほか、個人消費は台風の影響などで振れはあるものの、全体として底堅く推移している。もっとも、輸出に

については、自動車のペントアップ需要などに支えられ、全体としては増加を続けているが、海外経済の減速の影響が、このところの中間財、資本財などでの弱めの動きに現れている。また、タイの大洪水についても、企業の被害の状況が次第に明らかになってきている。タイに生産拠点を持つ日本企業約2,000社のうち、最大で600社超の日系企業が洪水の直接被害を受けた可能性があるとの情報もあり、部品や完成品の供給が止まっているケースが伝えられている。特に、自動車、電機などの操業停止は、時限的とはいえ、マイナスの影響が大きく出てくることが考えられる。また、9月の機械受注は2か月振りに減少し、このうち民需（除く船舶・電力）の10～12月期の見通しも前期比-3.8%となっている。

先行きについては、当面、海外経済の減速や為替円高に加え、タイの洪水の影響から、下振れる可能性が高いと考えている。その後は、復興需要が本格化していくことに加え、海外経済の成長率が高まることにより、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。

最後に、物価情勢をみると、国際商品市況が足許は横這い圏内で推移している中、輸入物価は、既往の商品市況の低下や円高を受けて、引き続き下落している。こうした中、9月の全国CPI（除く生鮮食品）は+0.2%と、前年比で横這いとなった。ただし、今後の全国CPIを占ううえで、10月の東京CPI（除く生鮮食品）をみると、前年比-0.4%と、前月の-0.1%から下落幅が拡大している。これは、昨年のたばこ税引き上げと傷害保険料値上げの裏が出たためである。一方で、価格上昇品目数マイナス価格下落品目数は、マイナス超幅が縮小している。こうした動きをみると、今後の全国CPI（除く生鮮食品）は、一時的には若干のマイナスとなる可能性があるが、デフレ脱却に向けた動きは変わった訳ではないとみている。ただし、個人消費が横這い圏内で推移する中、輸出・生産の回復テンポの鈍化を踏まえれば、はっきりとプラスに向かうのには、なお時間を要すると思う。加えて、足許の欧州ソブリン問題の情勢を踏まえると、需給の悪化や円高の進行などから、物価面でも下振れリスクには注意する必要があると考えている。以上である。

白川議長

白井委員をお願いします。

白井委員

我が国の経済情勢についてであるが、「持ち直しの動きが続いているものの、海外経済の減速の影響などから、そのペースは緩やかになっている」との執行部の説明で良いと思う。「持ち直しの動きが続いている」とした前回会合での判断と比べて、今回は海外経済減速の影響が顕在化している点を明確化したところが異なっているが、展望レポートでは既に海外経済減速や円高の長期化等の影響を織り込んで経済成長の見通しを下方修正しているので、今回の基本的な判断自体に大きな変更があった訳ではない。以下、私の認識についてもう少し詳しく説明する。なお、海外経済情勢については、特に欧州の財政・金融問題を取り巻く不確実性は続くとみており、他の委員が指摘されたとおりであるので、今回は省略する。

まず、第3四半期の実質成長率の結果をみると、予想どおり、潜在成長率を上回る高い成長を実現しており、景気持ち直しの判断を裏付けるものとなっている。サプライチェーンの復旧に伴い、鉱工業生産と輸出の四半期伸び率がマイナスからプラスに転化している。個人消費についても、雇用・所得環境の緩やかな改善と震災後の消費自粛ムードが薄らいだことによって、家計消費支出が増えており、小売業販売額、新車登録台数、旅行取扱額、外食産業売上高など、いずれの消費関連指標も改善傾向を示している。また、公共投資については、GDPベースでは前期比減少したが、公共工事出来高の減少幅が縮小しているほか、請負金額自体は前期比プラスに転じており、震災関連の第1次、第2次補正予算の執行に基づく公共投資が徐々にみられつつあるように思う。以上指摘したように、第3四半期全体でみれば回復基調は鮮明ではあるが、注目すべきは足許の回復ペースに鈍化の兆しが現れていることである。9月に改善が続いている指標としては、実質輸出、公共工事請負金額等があるほか、失業率と有効求人倍

率が改善し、一人当たり賃金が下げ止まっていることから、雇用・所得環境は緩やかな回復基調にある。しかし、それ以外の指標はあまり捗々しくない。以下では、企業関連、消費関連、住宅関連の三つに分けて説明する。

第一に、鉱工業生産と資本財総供給は9月に減少に転じ、設備投資の先行指標である機械受注や建築着工床面積もマイナスに転化している。特に、製造業部門の減速感が強まっている。例えば、鉱工業生産は、輸送機械、一般機械、電気機械など主力部門で減少しており、季節調整に起因する下方バイアスだけで説明しきれないと思う。また、機械受注も、国内製造業で減少しているほか、外需も減速が続いている。第二に、個人消費についても、家計消費状況調査ベースの家計支出、小売販売額、旅行取扱額は9月に減少に転じている。減少の要因としては、地デジ対応テレビの駆け込み需要の反動や台風といった要因が指摘されており、実際、10月入り後の個人消費は堅調との声も聞くが、雇用・所得環境が回復しているとはいえ依然厳しい中、個人消費の動向については引き続き注視する必要があると思う。第三に、7月末に住宅エコポイントが終了したことや、9月にフラット35Sの金利優遇措置終了で、9月の新築住宅着工戸数は大きく落ち込み、前年比では6か月振りに減少したが、これは政策インセンティブがなければ自律的な住宅投資需要が弱いことを示している。これら三つのポイントのうち、生産・輸出・設備投資の動向については、海外経済減速と円高の影響を受けていると思われるが、住宅投資については、第3次補正で住宅エコポイント制度等が復活する予定であるので、当面はあまり心配していない。以上の点を踏まえて、景気基調判断として、「持ち直しの動きが続いているものの、海外経済の減速の影響などから、そのペースは緩やかになっている」が適切だと判断した。

次に、我が国経済の先行きについてであるが、今後1年ほどの間は、海外経済減速、円高、短期的にはタイの洪水という三つの海外要因に基づく景気下押し圧力と、復興需要の本格化という景気押し上げ圧力が、綱引き状態になっていくと予想される。第3次補正予算の執行は来年から本格化するとの見通しのもとで、今年の第4四半期については、海外要因に基づく

く景気下押し圧力の方が強く作用する分だけ、景気回復のペースは当初予想どおりに幾分弱まると思う。その後は、復興需要の本格化とともに、一、中国やインドネシアなどの内需が堅調な新興諸国を中心に経済成長が続き、二、欧州財政・金融問題が深刻化して金融資本・外為市場が著しく不安定化する状態が回避できるとの前提のもとで、我が国経済は緩やかな回復経路に復していくと考えている。

この中心の見通しについての上振れ・下振れリスクであるが、8月に続き、10月末の前回会合で一段の金融緩和を決定したことから、基本的にはバランスしているが、どちらかと言えば、以下の三つの理由によって、下振れリスクの方が依然として強いと認識している。

第一のリスクは、タイ洪水によるサプライチェーンへの影響がまだ見通せないことにある。我が国の輸出総額に占めるタイのシェアは4%程度、我が国の輸入総額に占めるタイのシェアは3%程度と小さく、我が国製造業への直接的な影響は表面的には限定的にみえる。しかし、精密機械、輸送用機械、電気機械など、一部の業界では直ちに代替財を用意するのが難しい企業や産業もあるようであるし、我が国のサプライチェーンはアジア全体で深い連関が形成されていることから、想定外の部品・中間財の不足といった事態もあり得る。鉱工業生産の予測指数によると、10月と11月に再び生産の増加が予想されているが、ここにはタイ洪水の影響が織り込まれていない。マイクロヒアリングによれば、洪水の影響は11月から12月にかけて出てくるとのことであるが、不確実性は依然として大きく、場合によっては生産が大きく下振れする懸念がある。また、タイの洪水に加えて海外経済減速と円高基調の中で、10月の景気ウォッチャー調査の先行き判断DIでは、企業関連、特に製造業が大きく低下しており、11月のロイター短観でも製造業DIが下落していることから、足許、企業マインドが、製造業を中心にして悪化している可能性がある。そのせいか、機械受注の10～12月の先行きについても、9月に続き減少が予想されている。復興需要が本格化すれば、こうした下振れ圧力を相殺することが期待されるが、本格化のタイミングが遅ければ、緩やかな回復経路に復していくシ

ナリオが下振れるリスクに注意が必要だと思う。

第二のリスクとしては、企業業績の下方修正や欧州問題によって株価の低迷が続き、しかも今年度前半の企業業績の悪化を反映して冬のボーナスが軟調になる可能性があり、その場合、消費マインドを再び悪化させるリスクがあることである。また、受注残が残る国内自動車販売も、足許その勢いは一服しつつあるように思われ、第3次補正予算の執行をきっかけにして、我が国の成長率や雇用を押し上げられなければ、個人消費が下振れる可能性がある。

第三のリスクは、今年冬の節電要請方針が生産・消費に及ぼす影響が、予想以上に大きくなる可能性である。節電要請が行われているのは関西や九州といった一部地域にとどまるが、天候次第では需給が大きく変動するリスクは否定できない。また、やや長い目でみて、来年の5月には大半の稼働中の原発が停止する可能性もあり、来年夏に予想される電力不足問題を克服できるかも、引き続き我が国経済を下振れさせる重要なリスク要因だと認識している。

最後に、物価についてであるが、国内企業物価については、前月比でみると、8月からマイナスとなっている。これは、銅、ガソリン、電力などコモディティ関連の価格が下落していることと、円高の影響が反映されているからだと思うが、今後数か月ほどは原料炭や鉄鉱石の契約価格の若干の値下げもあるので、この傾向は続いていくとみている。消費者物価については、9月のコアCPIは前年比+0.2%とプラスの領域にあり、10月からはたばこ税と傷害保険料の影響が剥落することで若干マイナスの領域に入る可能性もあるが、それでもゼロ%近傍で推移していくと思われる。しかし、我が国経済が緩やかな回復経路に復していくのに併せて、需要の弱さによる物価の弱さは次第に解消されていくので、より長い目でみれば、「中長期的な物価安定の理解」に基づく中心値の+1%近傍に収斂していくと判断している。なお、インフレ予想については、債券市場参加者による2年先のインフレ予想や3年後のインプライド・フォワード・レートは1%前後で安定的に推移しており、中長期インフレ期待は安定している。

物価の上振れ・下振れリスクであるが、上振れリスクについては、新興諸国を中心に、インフレ圧力が弱まる中で金融緩和に踏み切る国が増えているので、経済成長率が予想以上に高まる可能性があり、その場合にはコモディティ価格の上昇となって、我が国の物価も上振れる可能性がある。この点、最近の原油相場が少し上昇に転じている点が気になっている。その一方で、欧州財政・金融問題が深刻化することで、米国だけでなく、突然の資本流出によって新興諸国でも景気が弱まれば、コモディティ価格の下落や需要面からの物価の弱さとなって、我が国の物価が下振れるリスクもあるので、両方向で物価の動向に注意していきたいと思っている。私からは以上である。

白川議長

山口副総裁お願いします。

山口副総裁

今回はラストバッターであり、しかも、皆様方が大事な点は既にお話しになったので、私は極く簡単にしたい。ポイントのみ、六つばかりお話ししたいと思う。

一つ目は、展望レポートで示した我が国の経済・物価見通しの中心シナリオ、それにまつわる上振れ・下振れ要因については、当然、変更する必要はないと思っている。

二つ目は、ただ、目を凝らしてみると、上向きの動きと下向きの動きが多少交錯している面もなくはない。まず、米国経済については、一頃に比べれば状況はやや好転している印象である。これが二つ目である。

三つ目は、中国経済はインフレ率が低下し、成長スピードがやや減速する中で、ソフトランディングの可能性が少し高まっているように見える。

四つ目は、欧州の情勢である。今申し上げたのはどちらかというと上振れの方であるが、これからは下振れの話である。欧州では、ソブリン問題を契機に、意図しない金融引締め効果が現れつつある。景気の先行きに

は、厳しさが増していると言って良いと思う。また、ソブリン問題の本質的な解決について言えば、欧州の国債とも言えるE F S F債のスプレッドの拡大にみられるように、その難しさがさらに明らかになってきているようにみえる。

五つ目は、I T関連財の在庫調整の動きが、グローバルに広がり始めているようにみえるということである。

最後に、我が国経済に関してであるが、今述べた海外経済の動向やタイの洪水の影響などを踏まえると、不確実性が幾分高まっているのではないかと考えている。私が今日お話ししておきたい点は以上である。

白川議長

約3週間前、展望レポートを出す際に、経済の現状及び先行きについてかなり包括的な点検が行われた訳であり、この数週間で我々の判断を大きく変えなければいけないものはなかったと受け止めた。確認までに申し上げると、景気の現状については、予て予想したことであるが、海外経済の減速の影響などから持ち直しのペースが緩やかになってきているということだと思う。先行きについては、海外経済の減速や円高の影響に加えて、タイの洪水の影響も加わってくことで、減速の傾向が強まっていくと思う。ただ、その後の姿としては、新興国・資源国に牽引される形で海外経済の成長率が再び高まっていくこと、あるいは震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。こうした基本的な判断は、この数週間で変わったということではないと思う。ただ、先程の山口副総裁の言葉を借りると、目を凝らしてみるとプラスにもマイナスにも色々な動きがあるので、そこは入念に点検していく必要があると考えている。前回の展望レポートの時には、展望レポートを作成するという大きな作業があったので、なかなかその大きな論点について十分に議論ができなかったという憾みもあった。何と云っても、今日全員そうであったが、欧州の問題、これが一番世界経済にとって、また日本経済にとっても、大きな要因であるということで、多くの方がかなり

の時間を割いて欧州問題について話をされていた。私も、欧州債務問題について自分自身がどのように感じているかということだけ申し上げて、あとは幾つかの論点について、皆さんからご意見があれば、意見交換したいと思っている。

欧州債務問題の影響については、これまでも色々議論してきたので、今日はその欧州債務問題それ自体をどう理解するのか、原因をどう理解するのか、それによって対応策も変わってくるので、その面について少し話をしてみたいと思う。一口に欧州債務問題と言っても、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリアと、それぞれ異なる要素があるので、全てを一つのストーリーで括ると多少無理があるという感じもする。一方で、最終的には全体をどう理解するかということも必要であるが、取り敢えず、現象的にこれらの国の問題の発生原因として挙げられているものは、一応三つ位あるという感じがする。これは現象的な原因であるが、一つ目は、古典的な不動産バブルということで、これはアイルランドやスペインが代表的であると思う。それから二つ目は、放漫財政ということで、これはギリシャが典型的に当てはまるケースであると思う。三つ目は、域内競争力、域外もそうであるが、競争力が低下している。これは、国で言うとポルトガルがその典型であろうと思う。ただ、勿論この三つの原因というのは、お互いに連関している訳であるし、これらをもたらしただけより根源的な要因というのは何なのかということである。今申し上げた、バブルにしても放漫財政にしても競争力低下にしても、これは欧州だけではなく、色々な地域でこれまで起きてきていることである。しかし、現在欧州の中で起きている問題が、どの程度ユーロ圏の仕組みに根差したものであり、どの程度仕組みに根差さない固有の要因なのかということである。これは先程西村副総裁が言われた問題意識と相当に重なっているが、やはりユーロという仕組みに起因した部分が大変気になる訳である。仕組みという場合、厳密には二つあって、一つは単一通貨ユーロを使っているということ、それからもう一つは、通貨は統合されているが、財政や政治的な意思決定自体は統一されていないという部分で、二つを含んで取り敢えず仕組みと

という言葉は今使ってみた。そのように考えた場合に、今回の危機に至る前の発生過程を考えてみると、ユーロのもとで加盟国が低利で資金を調達できる、そういう環境を突然享受するようになったということである。先だって、ユーロが発足する前の各国の長期金利、ユーロが発足して収斂した姿、その後金利がまたばらついていくという姿をみながら、改めて1999年以前は、今問題に直面している多くの国はもっと高い金利で資金を調達していた訳であるので、突然低い金利で調達できるようになったことの意味は非常に大きかったと思う。そのもとで、政府にしても民間部門にしても、借入を非常に増やしていき、当然支出も増やしていったということである。従って、コストが上がり競争力が失われ、財政赤字のみならず国際収支赤字も拡大していった、というのが危機に至る前の発生過程である。この発生過程の方は、先程の仕組みの中で、単一通貨ユーロを持っていることに起因している部分であると思う。危機の過程になってくると、今度は仕組みのもう一つの要素、つまり政治的、財政的な意思決定が統一されていないということが、やはり非常に先鋭的な形で問題として表面化してきていると思う。つまり、周縁国で起きたその問題、現象としては財政赤字であるが、それをコア国が最終的に負担していく場合のメカニズムがはっきりしていないために、相対的に健全なコア国についても信認が低下をしていく、金融システムが不安になっていくということで、こちらの方はガバナンスの仕組みの方により問題が出てくる訳である。このように考えると、今申し上げたユーロの仕組みというのが、発生過程でも危機の過程でも様々な問題をもたらしているというように思う。ただ、これだけかという、勿論これだけではなくて、先程申し上げた三つの、バブルにしても放漫財政にしても競争力低下にしても、日本も含めて多くの国が直面している問題であるので、全てがユーロの仕組みによる訳ではないと思う。しかし、ユーロの仕組みに起因する部分があることは明らかであり、段々この問題がやはりより大きな要素を占めてきているという感じを、私は受けている。そうすると、単に財政バランスをどうやって改善するかという話ではなく、財政バランスを改善しようと思って猛烈な財政的な引締

めをやるとその国自体がもたなくなってくるので、単に財政の引締めだけではなく、競争力を回復していくということが必要である。しかし、それはまたその間の金融的な仕組みをどのように作っていくのかということで、結局は外から、当事者以外の人が当事者に対して、必要な政策を求めていくコンディショナリティというものがある、それと引き換えに必要な支援を行っていくということがない限り、なかなか現在の状況から脱出しにくいように感じる。この点、中央銀行の役割ということで、欧州中央銀行は今大変厳しい立場にあるが、マーケットトク的には、もっとECBがSMPで国債を買った方が良いという議論は——マーケットトクというかポジショントクとしては——、勿論あると思う。しかし、それによって先程申し上げたような基本的な問題が解決する訳ではないので、そういう中で欧州中央銀行がどのように対応すべきなのか、これはまた民主主義社会における中央銀行のあり方という意味で、どの国も直面している問題である。そのように考えると、欧州の債務問題について、皆さんが感じられたように、私自身もこれが短期的に直ぐ解決するとはとても思えないし、暫くはこういう状況が続くということで、それ自体を標準シナリオとして我々自身も意識しているのだと思う。さらに我々自身が標準シナリオに対してリスクと言う場合には、多分、テール・リスクとしてリーマンタイプのようなショックが起こるかどうかが、これはテール・リスクとして考えなければいけない。我々が常に意識している欧州問題の難しさ自体は、我々自身の標準的な経済見通し自体に大なり小なり入っている感じがするし、暫くこういう状況が続く、そういう中で、一喜一憂というか、毎日起きてみると少し良いニュースがあったり、とんでもないニュースが起きたりという繰り返しであるという感じがしている。以上、欧州問題について、取り敢えず皆さん意見を述べられたので、私自身も述べた次第である。

欧州の問題も含めて、皆さんの方からもしご意見があればと思うが、私自身が先程皆さんのご意見を聞きながら、少し議論をした方が良いかなと思ったことがある。設備投資について、どのようにみているのか。先程、

宮尾委員が設備投資について後のセッションでも議論するということがあったと思う。あるいは、後のセッションで議論した方が良いのかもしれないが、取り敢えず実体経済のセッションということで、設備投資の先行きについて、白井委員も多少慎重にと言われたと思うが、私自身も設備投資の先行きをどうみるのかというのは非常に大事なポイントだと思うので、もし何かご意見があればご遠慮なくおっしゃって頂きたい。

亀崎委員

欧州の問題であるが、この仕組みの問題、それからガバナンスの問題については、先程申し上げた協定があって、ここに参加する国は財政収支の赤字はGDP比3%まで、累積債務は60%までというルール——いずれ財政収支のたがが緩むかもしれないというところまでは気が付いてそういうルール——を作っていた訳である。それに皆抵触してしまった。その抵触をそのまま許してしまった。その時点でこの問題をどうするべきかを議論すべきであった。ルールがあるのにそれが蔑ろにされたというところに、私は一つの通過点があり、その時点でもう少し厳しくそれをやっておくべきだったにもかかわらず、今まで続けてきてしまったことが問題だったと思う。結局、仕組みの問題あるいはガバナンスの問題そのものが今顕在化しているのであって、もっと前に本来は直面していた問題と考えるべきではないかと思う。今言っても仕方がないのだが。

山口副総裁

それは、日本についてはもっと先鋭的に現れるべき問題ではないのか。

亀崎委員

私はこの問題はいつも非連続的に起きてくる話だと思う。これは、欧州の中で、なぜスペインではなくて、なぜイタリアだったのかというのもある。なぜフランスではないのかと。ここを考えると、今は海の向こうの方で起きているような問題だが、ある日突然、要するにマーケットが日

本の問題でもあるとみたら、これは本当に怖いことだなと思う。日本の国債を5%前後しか外国人が持っていないと言っても、この人達が「これは危ない」とみて、それには色々な側面があるが——累積債務の問題、財政赤字の問題、あるいは今後の見通し、政治がどういうふうに振舞っていくかということも含めて、イタリアなどがそうだが——、もし「これはおかしい」、「これは信用できない」と言い始めれば、僅か5%でも大変なことになって、その時、「いや違うのだ」と一生懸命説明してももう too late である。そういう意味では、私は、この問題は、今欧州の中だけに非常に目が注がれているが、日本で起こった時に、なぜ日本の問題として捉えなかったのかと問われてもなかなか説明しにくいという感じがする。

石田委員

山口副総裁のおっしゃるとおりである。私は今そう思っている。

白井委員

宜しいか。欧州のことだが、いわゆる P I I G S と言われる 5 か国の中で、アイルランドは少し別で、金融市場が GDP に比べて大き過ぎたということが問題だったと思うが、やはりスペイン、イタリア、ギリシャ、ポルトガルの共通点は、財政にしろ構造改革にしろ、必要なことを怠った。その背景に、白川議長がおっしゃったように、共通通貨のもとで金利が凄く下がって、そのもとで成長もでき、バブルもあったので——国にもよるが——、怠ることができたということがあると思う。ちょっと国際金融の話にしてしまいがちであるが、通常はその根底に共通通貨というものがあると思う。よく金融論で、two-corner solutions というのをやるが、いわゆる両極端である。非常にクリーンで、ほとんど介入しないクリーンな変動相場制がある一方で、固定相場制でも究極の厳しさと言われるのがドル化とカレンシー・ボードと今回のユーロのような共通通貨である。その前の欧州には E R M などがあって、ある種のソフト・ペッグ的なところがあった。普通は、ソフト・ペッグ的なところに比べれば、こういうカレン

シー・ボードや共通通貨のユーロやドル化などはより厳しいはずである。なぜならば、自国の通貨をやめるか、相当厳しいルールで——カレンシー・ボードもそうだが——勝手に為替レートを変えられないからである。非常に厳しいから、信頼があるはずで、普通のソフト・ペッグよりも厳しくなるはずのところにならなかったというところに問題がある。その共通通貨のユーロと、ドル化、カレンシー・ボードとがどう違うかというところ、共通通貨の場合は、本当は非常に経済構造が違う国が一緒になる訳なので、当然そこにきちんとルールがあって、構造改革、財政再建をやっていく——そこはピア・プレッシャーが働く——ということだったところが甘やかされた。結論としては、むしろソフト・ペッグ——つまり自国の通貨が、例えばドルに固定するとか、ERMなど——の方が意外に厳しい。なぜならば、自分の通貨が相手の国にペッグする場合は、市場の厳しい目が常にあるため、だめであれば売られるという投機があるためである。今回私が感じているのは、ユーロに入ってしまうと一緒の船に乗ってしまうことになり、悪い国があっても良い国があっても一緒になってしまうので、むしろ改革が遅れる惧れがあるということである。理論上言われているように、より厳しい、不可逆的で戻れない、自国の通貨をやめてしまうことで信認が高まるはずのところ、そうならなかったという感じがする。

石田委員

私の場合ちょっと技術的なのだが、イタリアが売られるということ自体は、今はやはり売られてしまうということだと思う。というのは、一つは、民間負担をやって、50%カットした。ずっと前は助けると言っていた時期もあったが、その時は、ECBは負担していないはずである。そうすると、ECBはシニアのステータスがあって、普通の民間はジュニアということになると、ECBが買っている限り早く売らなければいけない。それほどキャパシティもないとみられているので。従って、ギリシャの50%カットの前に少し買った時期があったと思うが、その時にあまり出なくて、今回はもっとその売りが出てきたと思う。一方で、昔の私の苦しい経験で言

えば、昔、41社問題とか、リストとかが出て、銀行別にいくら持っている。今、そういうことが出ている。こちら側に国があつて、こちら側にいくら持っている。そうすると、それは非常に銀行にとっては苦しい。昔は、融資だったので売れなかったが、債券では売れる訳である。そうすると、今は皆どんどん落としているはずである。有力行はかなり売っているのではないかと思う。そうなってくると、今そういうサイクルに入ってしまったら、それを促進するような包括合意だったような気がする。「50%カットしなさい」、「全部引き当てなさい」、「その後9%に」、と言った時に、早く売ってしまった方がもしかしたらロスが少ないかもしれない。そうすると、最初に値段が高いイタリアから売られて、今はイタリアが上がったので、今度は今まで売っていたがまだ残っているスペインを売っているのだと思う。そうすると、オーストリアに行く。従って、今回は技術的には、この間の合意が、ある意味で言えば、悪い回転を非常に後押ししたようなところがある。

白川議長

今、石田委員がおっしゃったことは、一見技術的だが、しかし、マーケットを考えるうえでは、やはり本質的な話だと思う。この前の国際会議の後に、ここでもちょっと申し上げたが、中央銀行の買入れにしても、あるいはIMFの支援にしても、基本的にこちらの方の債権が優先されるので、そうすると、残る民間がより多くの負担を受けるということである。従って、単純にIMFなり中央銀行が買うということが、実はそれだけでは解決策にはなりにくい訳である。そこのところは、意外と認識されていない。一方で、金繰りを付けていくということも、これはこれで勿論必要ではあるが、しかしそれを強めることによって解決するかというと、ある臨界点を超えるとむしろ逆方向に作用してくるところに入ってくる。

石田委員

本当は、一種のスタンドスティルみたいにして、まず、「持っているよ

うに」と。それで、「9%はE S F Sがノーペナルティで出す」と言って時間を稼がないと、本当はいけなかったのかもしれない。

宮尾委員

設備投資については、後程、金融環境のところで申し上げる。欧州問題について一点だけ。先程、白川議長がおっしゃったように、今のご議論も含めて、欧州問題は標準シナリオとしてこういう緊張の強い状態が続くということだが、私もそのとおりだと思う。そうだとすると、基本的に、一喜一憂するような中でも、リスク回避かリスクテイクかで言えば、リスク回避が標準モードになるという経済状況が今後続くということになると、これは我が国経済にとってどういう影響を及ぼすのかということ、やはり円高への影響がより鮮明になり、円高定着のリスクが強まる方向に作用するのではないかという印象を持った。従って、その標準シナリオからテール・リスクへというのが一番最悪のシナリオで、避けたいところだが、欧州の緊張が続くという標準シナリオがこのまま維持されるとすると、我が国経済にとっては、円高という厳しい局面が続くのではないかということも、同時に懸念されるのではないかと思う。

山口副総裁

先程、ソブリン問題に関しては、E F S F 債の対独スプレッドが上昇していることに注目していると申し上げた。E F S F 債をEUの国債と言うのは、ちょっと言い過ぎとは思いますが、なぜその金利が上がってきているのかは、先程、石田委員が言われたことと関係している。E F S F 債の方がより信用度が高いので、それをまず売る圧力がかかりやすいということだろう。この点は、単なる技術論を超えた問題だと認識しているが、時間軸を分けて理解する必要があるのではないか。EU全体としては、政府債務残高の名目GDP比率は8割位である。従って、E F S F 債のスプレッドが上昇していく理由はあまりない。ただ、短期的にはマーケットは、金融機関の資本増強のためにかかなりの財政資金を投下せざるを得ないだろう

と考えている。従って、政府債務残高の名目GDP比は、8割を超えてかなり大幅に上昇する。そして、増加した政府債務残高をどうファイナンスしていくのか、この点が大きな課題として出てくると、マーケットは読んでいる。しかし、EU全体を一つの地域と捉え、EFSF債を一つの国債だと考えると、実はEU外から資金を持ってこない限りは、答えが出ない。ここについて、明確な方向感がないということがあるのではないか。もう一つは、時間軸を長く取った時には、EU全体として、それだけの財政赤字を処理できるだけの対外競争力の強化ができるのかどうか、という点も意識されているのだろうと思う。多分、これらのことが強く意識されればされるほど、EFSF債のスプレッドは上昇していかざるを得ないということだろう。しかし、スプレッドが上昇すればするほど、今度はEU全体の財政ファイナンスが難しくなるという問題を孕むことになるので、この解決は非常に難しい。そのように今のEUの状況を考えると、政治的な面も含めて大きな問題と関連してくる度合いが強いという気がしている。中央銀行の領域だけに限定すると、語れることはかなり少ないが、我々のコミュニケーション政策として、そういうことで良いのかどうか、そろそろ強く意識する必要があるのではないかという感じを持っている。例えば、日本の財政の問題やEUの財政の問題について、我々も一人の識者として語っていくべき——従来はそうしたテーマについて語るべきでないというディシプリンを我々自身かなり強く課してきた——ところに来つつあるのかもしれない。話が多少広がってしまったが、そんな感じもあるということである。

白川議長

実際、私も含めてボードメンバーは、色々な金融経済懇談会も含めて、日本の財政の問題についても、欧州の問題についても、今、山口副総裁が述べられたような本質的な論点について、以前に比べると少しトーンを上げて言っている。ただそれを本当に、ここで議論したようなシャープな形で言うところまでは勿論行っていないし、そこまでやるのはまだ適切では

ないと思うが、しかし本質的な論点を、日本との関係も含めながら言うていく必要が本当にあるという感じがする。あと、欧州の問題は今日で終わる訳では勿論ないし、いずれにせよ、この前展望レポートを作る時に、向こう2年間で展望して、欧州問題がその間に解決するという前提で見通しを作った人は多分誰もいないと思うので、その意味では、欧州問題が長期化するということは既に標準ケースに入っていると思う。欧州問題についてはまた議論することは沢山あるし、次回以降も引き続き議論したいと思う。

今も出た円高について、これも実は前回、時間があったら議論したいと本当は思ったが、我々自身、海外経済の減速、それから円高の悪影響ということも強く意識して、金融緩和を二回に亘って強化した訳である。円高については、勿論円安もそうだが、為替レートの変動は、そのメリットもあればデメリットもある、それから短期と長期でも違う、ということはいつも言っている訳だが、これをバランスよく議論するとどういうことになるのだろうか。つまり、円高のメリット、デメリットを、抽象論ではなく今のこの局面でどのように理解するのかについて、皆さんはどのような感じを持たれたのか。つまり、政策論との関係でいうと、取り敢えず結論ははっきりしているので、金融緩和を強化したということであるが、多少セットバックして、円高のメリット、デメリット、あるいは時間的なホライズン、これをどのように考えられているか、ご意見があればお願いします。

石田委員

円高がもし起きたとして、それはある水準があって、それは円高だと——例えば今である——、そういう時は、M&A等で海外の投資をするのが相応しい、あるいは海外の資産を買えば良いのだということである。ところが、私などが実務的に銀行でみたところでは、もう百何十円の時から、10円動いたら、それなら船を買って円建てでファイナンスすると、その後120円になって損をしてしまったとか、そういうことが凄くある。従って、本当に水準というのはなかなか実務的には難しいと思う。今、例

えば外債を買えば良いではないかと言うと、確かに今なら 60 円はないの
だろうということである。ところが、100 円の時に今の相場を予想した人
はほとんどいない。なので、そういう意味では、超長期的にみていかないと
投資はなかなか難しい。これはちょっと趣旨が違うかもしれないが、私
の今までの業務実感では、皆ナンピンをやって痛い目にあってきたという
のがある、一部の業種には。

亀崎委員

中長期的には、為替が強い——円高である——ことがメリットである
私と思うが、今のような局面でこれだけの円高というのは、相次いで企業
収益の見通しが下方修正されているように、短期的にはやはり私はマイナ
スの影響が多いと思う。ただし、そうは言いながらも、為替の想定レ
ートをドル／円で 70～75 円と想定して、それに対応する策は何があるか
ということ、もう既にかかなりの企業で色々模索していることは確か
である。ただ、それを短期で克服することはできないので、私は短期的
には下振れの影響は免れないと思う。

中村委員

日本の場合、GDP に対する輸出比率は、十数%で決して高くない。た
だ、高くはないのだが、特定の業種——自動車、電気機械——に集中
して、従ってこうしたところが、例えばある自動車メーカーでは 1 円違
えば 350 億円影響があるとか、特定の業種に偏っているために物凄くバイ
アスがかかっている面もあるのかなと思う。今、先程も出たが、下期
の見通しを——亀崎委員も言及されたが——大体 75～80 円位で見通
しているが、9 月末時点の見通しと 11 月時点の見通しで 9%位違っ
ている。その差というのは、自動車の赤字幅とか、見通しの下振れで
ほとんど説明できる。そういう意味で、ドイツなどはもっと GDP
に対する比率は大きい、業種が広がっているし、多様化している一方
で、日本の場合はかなり特定の業種に偏っていることが、問題にバイ
アスをかけているのではないかという

気がする。

石田委員

今までの円高で残った業種が、今まだ残っているということなのだろう。沢山なくなってしまった業種はあるので、中国に行ってしまったりとか、眼鏡だとか、タオルだとか。従って、そこが最後に攻撃を受けている。私のようにリース会社にいた者からすると、いわゆる下請けの機械部品製造や機械加工とか金属加工というところの数は物凄く減っている。多分、従業員も減っているし、旋盤などの数も減っている。従って、商売が凄く細っている。それは、今までの円高に対応して、今残っているような大型の輸出メーカーも、実際の細かい仕事はもう海外にかなり出しているということだと思う。なので、問題はそこでなくなった分を中小企業の非製造業が上手く埋めていければ全然違う絵だったのだろうという気がする。諸外国に比べて、中小企業の非製造業の比率がやはりまだ少ないような気がする。それは昔から言われていることなのだが。

白川議長

自分自身がなぜこういう質問をするかという、結局、経済というのは短期と長期とに分けて、長期は結局短期の積み重ねであるし、先程も財政の問題を議論したが、財政の問題の背後には日本の人口減少と低成長という問題がある。そういう将来的な問題と無関係には、この為替の問題は考えにくいという感じがする。そういう意味で、円高のメリット、デメリットという時に、通常言われているデメリットは産業空洞化の議論に代表されると思う。メリットの方は、輸入代金はその分節約されると通常言われる。そのことを、私自身はもう少しバランス良く考えていき、バランス良く世の中でそれが消化されることが必要だという感じがする。これは、この前の展望レポートでも既にも書いていることではあるが、海外で日本企業の生産が増えていることの基本的な背景は何なのか。これは、日本国内でマーケットが縮小していき、海外の成長力が高い、従って、基本的には、

需要が拡大するところに拠点を設けていくということが、海外進出の一番の理由だと思う。企業自身もアンケートでそう答えている。それで、為替レートがどういう影響を与えているのかというと、その大きな流れの中で海外進出のタイミングを規定する要因として働く。円高の時には勿論海外進出するのが採算が良いので、そのタイミングには影響する。しかし海外進出の大きなドライバーは何なのかというと、それは為替レートの変動ではなく、海外が成長していることである。もし、海外が成長しているのに、日本企業がずっと国内にとどまるとすると、それは物凄い輸送費をかけていくということである。それから、そもそも国内の人口自体も減っていく。そういう意味では、空洞化と言われていることが、もし海外進出だということであれば、基本的には、その要因は海外の市場拡大であり、国内のマーケットの縮小だと思う。現実にはそのタイミングでみると円高が背中を押すことは事実だが、それは大きな流れの中で背中を押しているのだと思う。ただ一方で、企業経営者が円高、空洞化を言う気持ちも勿論分かる。改めて2000年代半ばの為替レートをみると、日本の為替は、非常に円安になったが、その歴史的な円安から、取り敢えず名目ベースでみると、今は歴史的な円高になって、そのスイングが大きい訳である。そうすると、その円安局面で国内回帰をした業種、企業——典型的には自動車こそだが——からすると、取り敢えず負担が大きいことは間違いない。その意味では、為替レートのスイングは問題になってくるし、その分、空洞化の悲鳴が強くなってくる。しかし、結局これはまた政策論にもなってくるが、2000年代半ばにずっと低金利を続けたことによって、為替レートがある意味ではやや人為的に円安になっていたという面もあって、それは結局大きな意味で、資源のミスアラインメントをもたらしたという感じがする。そういう意味では、為替の問題を短期的にその面だけで捉えて議論をしていくと、バランスが取れない。一方、メリットの方では、原発事故の後、原油とエネルギーの輸入がずいぶん増えている。そのこともあって、貿易収支は今赤字になっている。それで、この年度上期でみると、原油の輸入が前年対比+24.9%、LNGが+40.3%増えている。仮にこれがもし昨年と同じ為

替相場の水準であったとして、これを年率換算すれば、大体2兆円弱輸入代金が増えている。つまり、2兆円弱の増税を避けられたということでもある。それが薄く広く均霑されているために、実感されないというのは確かにそうであるし、元のLNGの価格が上がっているので益々実感しにくい、しかし確実に日本経済全体をみれば増税を避けられている訳である。このメリットは確かに発生しているが、そこについては一切言及されない。これはやはりある種の政策論の歪みをもたらしているという感じがしている。ただ、我々自身が中立的な立場から経済全体を見渡して、どこにデメリットがあり、どこにメリットがあるのかを見極め、そのうえで最後は政策的に判断は明確にする必要がある。今の判断としては明確で、これはマイナスの方が当面大きいという判断をしている。ただ、中央銀行の立場で政策の議論をしていく時に、やはりバランス良く考えていかなければいけないと、自分自身は思っている。

西村副総裁

一点付け加えたい。円高の中長期的なデメリットのところで、よく言われているのが、ものづくりの態勢を上手く保っていけるかということである。これに関しても、実は財政問題と同じで、あるところで非線形的に変化する可能性は常にある。クリティカルマスがなくなった場合には、そこで完全に消えてしまうので。そういうことから考えた時に、例えば過去に日本経済は360円から75円まで下がってきた訳だが、これだけのところでなおかつまだ輸出している企業があるというのは、ある意味驚くべき調整力である。ただ、輸出している企業は、大体輸出する物を変えてきている。そういう意味で、変化に上手く対応しながら変えていくということが重要なのであって、しかしクリティカルマスも守らなければいけないので、これに関してのところは、少なくとも短期に非常に大きな変動が起こるといえるのは、絶対に避けなければいけない。そういう意味で、この、ものを作っていくという長期的なところは守らなければいけない、ということだけは明確にしておかなければいけないと思う。そして、欧州問題でも極め

て明快に出ているのは、サービスでやってきた国は全部やられているということである。やはり、最終的にはものを作っているところは強いということになるので、ものづくりの基本は守らなければいけない。

それからもう一つは、これは言っても仕方がないかもしれないが、変動レート制でも伸縮的に動く国と伸縮的でない国が隣り合わせにいる訳なので、これの影響はどうしてもある。それに対して歪みが生じるので、それに対しての対処というのは当然、私はあつてしかるべきだと思っている。これが二点目である。

三点目は、これをどうやって上手く説明していくかということだと思う。このことに関しては、先程、山口副総裁からお話があったが、やはり上手くことを運ばなければいけないということは、常々考えている。先程、M & Aで外を買えば良いという話があったが、もう一つ大きな問題は、GDPとGNPの問題がある。要するに、雇用はGDPである。GNPの方でみれば良くても、GDPの方で上手くいかないというケースは沢山ある。そういうことから考えると、これは要するに国内の雇用と国の所得の関係をどのように考えていくかということ、十分考えていかなければいけないことだと思っている。特に、この円高に関しては、この問題に関しての慎重な対応が必要だと思っている。

石田委員

今のお話で、例えば今 77 円だが、一部には 85 円であれば十分成り立つという人達もいる。しかし、85 円までになる段階で、日本の製造業の下の方の中小企業は、ずいぶん傷んでいるので、なかなか、ちょっと戻すというだけではいけないのであろう。

西村副総裁

一点だけ宜しいか。産業を研究していると典型的に現れるのだが、産業ピラミッドで重要なのは上の方の人達である。下の方の人達というより、上の方のいわゆるリーダーが色々な意味で産業を支えているので、この

リーダー達を守るというのが——守るというか、リーダー達がきちんと成長できるという形にしておくのが——一番必要なことである。これはよく言われるのが、実は米国のIT産業でも本当に付加価値をきちんと製造しているのは一握りである。他のところは、然程大きな成長はしていない。従って、産業で重要なのは、そういうリーダーの部分を如何に育てるとい
うか、育つような環境を如何に作っていくのかが重要な訳で、その意味では、ある種のコンソリデーションは避けて通らざるを得ないと思う。ただし、足腰が弱るという意味では、このリーダーが弱り始めると完全に足腰が弱るし、これが特に海外に移転する、つまりこれは根こそぎの移転になるので、ものづくりはここで壊滅するような状況になるということは確かにあると思う。

山口副総裁

ちょっと視点が違うかもしれないが、貿易収支が黒字のもとでの円高と、最近のように貿易収支がほぼ均衡している——場合によっては若干の赤字にもなる——時の円高についてどう考えるのか、という議論が必要ではないか。1990年代の後半、円高に対し産業界から悲鳴が上がった時期は、貿易収支が黒字であった。最近の円高は、貿易収支がほぼ均衡しているもとで起きている。我々に届く声は、悲鳴の方であり、円高のメリットを強調する声はほとんど聞こえてこない。それは何故だろうか。一つは、悲鳴は悲鳴なのだが、その背景に、大きな産業構造の転換が、ひょっとすると起きつつあるのかもしれない。雇用情勢がじわじわと改善している一方で、空洞化は相当な勢いで進んでいる。とすれば、データとして明確に把握はできていないが、雇用の新たな受け皿が生まれつつあるのかもしれない。産業の構造転換が生じている可能性があるということである。構造転換を伴いながらの円高だとすると、相当な悲鳴が上がってきてもおかしくない。それからもう一つは、本来、円高を歓迎すべき業界がなぜ歓迎の声を上げないのかだが、それは先程白川議長がおっしゃったように、日本経済の先行きに展望が持てないということがあると思う。従って、円高に対して、

短期的にも長期的にも悲観論に立っている業界がある一方で、短期的には歓迎しつつ、長期では慎重論に立つ業界もあるということであろう。このように円高の効果あるいは円高の意味を捉えると、我々の政策対応も短期的な円高の影響だけを頭に置くだけでは、十分ではないという気がする。しかし、実際にそれをどのように我々の情勢判断に織り込み、説得的な政策対応を行っていくかということになると非常に難しい。しかし、円高とそれが生じている環境条件が変化してきているだけに、そうした点を頭に置いたうえで、我々として対応していかないと、世の中に十分理解されない可能性があることには注意が必要だと思う。

亀崎委員

今、産業構造の転換が進んでいるというのは、もしそうであれば、私は大変素晴らしいことだと思うが、本当にそうなのか。雇用の改善といっても、今の雇用の改善はそれほど大きな改善ではないと私自身は思っている。もし、おっしゃるような産業構造の転換というのが、要するに企業が、先程申し上げたように、もう既に1ドル70円あるいは75円を想定して、合理化あるいは技術革新、コストカット、こういういわゆる企業の努力によって円高に対抗しようとしている、その努力のことであれば、それはもう既にみられているが、産業構造の転換までいくとなると、私はどこにそういうことがみられるのかと思う。

山口副総裁

多少誇張して言い過ぎたかもしれないが、日本のような高い賃金の経済で、自動車産業や電機産業が新興国に対抗して競争力を維持していくのはかなり難しい。そういった面を含め何らかの構造変化が起きない限り、この国の経済についての長期的な展望は拓けてこないと思う。

亀崎委員

同感である。

山口副総裁

米国はずいぶん前にそうした状況に陥った訳である。日本もそういう状態になっておかしくないし、多分今既にそうした状況なのではないかと思う。構造転換が起きていると、はっきり決めつけている訳ではないが、起きておかしくない状況になっているのではないか。いずれにしても、その辺りはもう少ししっかりみていく必要があるだろう。先程申し上げたように、伝統的な産業における競争力が新興国の追い上げの中で急速に低下しているというのは事実だと思う。1ドル75円の為替相場が85円になる程度のことでは回復できないような競争力の低下が実は起きているのではないか。

西村副総裁

そこは、私は全然そう思わない。

山口副総裁

そういうこともあり得るということだと思っている。

亀崎委員

私も全く同感で、産業構造の転換がない限り、20年来の低迷を脱することはなかなかできない。成長基盤強化もそういうことでやっている訳である。やはりそこは、例えば環境、省エネ、医療、こういうこれからまだ可能性のあるところが大きな転換をしていって、かつて石油危機の後に省エネの技術が大きく進んだように、そういう面での何かが今出てくるというのが、我々が長い間一番期待していることなのだが、産業構造の転換が今起きているかどうか、なかなか私は確認できないので、そのところがちょっと心配である。そうあって欲しいのだが。

山口副総裁

私も明確に確認できるとは申し上げていない。

白川議長

私の理解するところでは、産業構造の転換が起きているかどうかは別にして、従来の産業構造をそのまま維持した形でというのは難しいとは言いながら、本来メリットを受ける人が声を大にしないのは、儲かっている人が黙っているといういつもあるパターンに加えて、もう一つは、その機会を活かせるだけの環境になっていないためではないか。例えば、典型的には内需型産業が本来は円高のメリットを受けるはずだが、しかし様々な規制も含めて、十分に潜在力を活かし得ていない、あるいはその企業経営者自身も長年の低成長の中で元気をなくしている、従って生きてこない。そこをプッシュする動きが、どの程度起きているかは別にして、それがない限り、この問題は、取り敢えず円高問題とって語りかけておいて、実は問題の本質は円高問題ではないのではないかという話である。

山口副総裁

構造変化は、実はリアルタイムではほとんど掴めない。かなりの期間に亘るデータの蓄積とその分析を待って初めて理解できる。その点は、十分理解しているつもりだ。ただ、今構造変化が起きていると決めつけている訳ではないが、そういうことが起きてもおかしくない状況にはなりつつあるように感じている。

亀崎委員

起きなければいけないと思う。

山口副総裁

それはそうである。

中村委員

先程、西村副総裁がおっしゃったが、為替レートが上がったり下がったり、特に 2000 年代はかなり円安で金利は安いし、それから海外の景気も好調ということで、それまでの段階で結構生産拠点の海外シフトを行っていた先が、また一部国内に回帰した。対応が遅れた面もあるような気がする。1990 年代半においては、さらなる為替円高が云々され、様々な業種が海外に行ったが、2000 年代に少しそれが逆戻りした面があったと思われる。ある産業などは、これからは現地生産が増えて輸出は増えないだろうと想定されていたところが、逆に輸出が増えたりといった現象が起こっていたと思う。

山口副総裁

もう一点だけ宜しいか。先程、石田委員がおっしゃっていたことと関連する。為替相場は、やはり企業の行動としては超長期でみていくしかないのではないかとおっしゃっていたが、多分そうだと思う。言い方を換えると、企業経営は実は為替相場に非常に大きな影響を受ける訳ではない。ただ、影響が小さいかということもそうでもないだろうと思う。欧州の情勢をみて、日本の財政事情を考えると、いつ何時今の円高が円安に反転してもおかしくないようにも思う。企業の経営者からすると為替相場の方向性をどうみたら良いのかということにもなるのではないか。ある程度の円高を頭に置きながら経営を考えざるを得ない一方で、そろそろ円高が臨界点に達して、円安に転じるかもしれないと考える経営者がいてもおかしくない。そうだとすると、そうしたこと自体が経営の方向感に非常に大きな影響を与えることになるので、そのことが為替相場をもう少し安定させて欲しいという声に繋がり、政策当局に向けての強い要求になってくるという面はあるのだろうと思っている。

中村委員

企業に為替の影響が云々ということでは、企業経営者にとって、株

主——株主は外人も非常に多い訳だが——に対して、収益の悪化等を、為替が円高になったから赤字になった、損をしたという説明は通用しない。経営者にとっては、これは為替変動は損益悪化のエクスキューズにはならず、為替は変動するものということで考えなければいけない。現実問題は、1円違えば物凄く違うから経営にとっては大変だが、それは与えられた課題として考えている経営者が多いのではないかと思う。

西村副総裁

それほど違っている訳ではないが、一つ重要な点を指摘したい。産業構造の変換という時に、皆さんは産業の中は皆同質だとお考えだと思うが、実は産業の中が全部変わってきている。つまり産業内構造の変換というのが一番重要な点である。そしてそれが実際今起きていることである。何が起きているかというところ、結局のところ、同じ物を新興国で作ると、もはや絶対的に国内で優位が取れないということは実はなくて、産業内の構造が変換する中で、最もコアの部分を常に作れるという柔軟性を持つところが逆に言えば産業として国内に残っていく訳である。そういう形で産業のダイナミクスは動いている。だから、産業構造の変換が起きていると言えば、確かに起きている。こうした産業構造の転換が国内の雇用を新しく作る、しかも国内の雇用のミスマッチを超えた形で作れるかどうかというところが一番大きな問題で、そのためにある種のクリティカルマスはどうしても必要である。為替に関しての悲鳴のようなものは、かなり戦術的な悲鳴のような感じもする。確かに企業経営として考えなければいけないのであろう。構造の変換には時間がかかるので、時間はある程度欲しいという時に、為替の問題が重要になってくる。言い方を換えれば調整費用の問題なので、この調整費用に関しては我々も十分対処して考えなければいけない。日本自体は縮小していくが、しかしマーケットとしてはそれなりの大きさをまだ持っているので、この日本のマーケットの大きさというものを使うようなシステムを作っておかなければいけない。2000年代——グレート・モデレーションの時代——のような世界成長までには私は恐らく至らな

いだろうと考えている。こういう点では執行部と考えが少し違うが、そういうことから考えると、成長の基盤というか、市場の基盤というものを、比較的小さな市場の基盤で収益を出していけるようなシステムに上手く持っていかないと、なかなか成長はできないと思う。そういう意味で、為替には、少なくとも日本に対しての重要性というの、私は減らないと思っている。

中村委員

今、輸出産業にとって、今年は震災等もあって、相当なダメージを受けている。そのうえでの為替の円高なので、二重三重に厳しいと思う。

森本委員

産業の中での変化ということについて、一言だけ。これから経営者などは、新興国需要をどう取り込むか、色々中長期的にも考えていく状況だと思う。そういう中で、今やはり非常に悲鳴が上がっている自動車は、川上の鉄鋼部分や、川下も非常に裾野が広いので、経済そのものに与える影響は非常に大きいし、そうすると雇用とかマインド面も悪くなってきて、今度はサービス業とか非製造業の方にも波及し、なかなか全体のパワーが出てこないというところがある。ただ、自動車そのものにしても、これから環境対応車ということになってくるので、大きな変化への対応が重要であり、多分、中がエンジンから例えば電気とか色々変わっていかざるを得ないので、そこをソフトランディングというか、時間というふうにおっしゃったが、そういう方向にも懸命に取り組んでいるところと思う。いずれにしても、変化には時間がかかるのでその時間をどう上手く繋いでいくかという、そこがやはり凄く日本経済にとって大事ということである。為替の問題も、そういう意味で、非常に重いストレスになっているという感じを持っている。

西村副総裁

もしかしたら、ニュアンスを逆に取られたかもしれないが、私は調整が凄く重要だと思っているので、それをよく考えてやらなければいけないということだと思っている。

石田委員

基本的には、調整は今まであまり上手くいっていない。地方をみれば、100円の頃からもう工場が皆撤退して、工場の前には飲み屋があって、皆時間外でお金を使っていたのが、シャッター街になってしまう。そういうものに対して、やはり手を打って行って、雇用をどうやって作っていくかということがないと、それは円だけの問題ではないと思う。

白川議長

他にご意見はあるか。

今、11時02分なので、11時15分に再開したいと思う。

(11時02分中断、11時14分再開)

IV. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

皆さん早めにお揃いになったので、議論を再開する。

このラウンドでは、次回決定会合までの金融政策運営方針等について、お一人5分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。先程と同じ順番である。宮尾委員から願います。

宮尾委員

それでは、我が国の金融環境並びに金融政策に対する意見を申し上げる。まず、我が国の金融環境だが、通常よくみている借入れコストやアベイラビリティといった企業の資金調達環境を中心にみると、前回会合時から、

引き続き緩和の動きが続いているということかと思う。具体的には、企業の資金調達コスト、CP・社債の発行環境、あるいは金融機関の貸出態度、ひいては企業の資金繰り、いずれも良好な状態を維持あるいは改善をしていると思う。その中でも特筆すべき変化点としては、まず第一に、中小企業の資金繰りにも改善傾向がみられること、第二に、運転資金などの資金需要の増加を背景に、銀行貸出の前年比が2009年11月以来のプラスに転じたこと、この二点が指摘できると思う。

次に、金融資本市場の動向という観点から金融環境を概観する。まず、為替レート動向である。先程も議論になったが、前回の決定会合からの重要な変化点として、10月末に実施された為替介入がある。先月末の段階で、75円台まで急進していたドル/円レートは、介入の結果、78円台、ユーロ/円レートでも108円台の円安水準まで値を戻し、そのレンジでの推移が一定期間継続した。この間、輸出企業等が外貨を円に換える、若しくは為替予約などを行っているとするれば、今後の円高リスクに備える機会となり、企業収益に対する下支えの役割を相応に果たしたと予想される。もしこの介入がなかりせば、もっと円高が進んでいたかもしれないという観点で、持続的にその効果を果たしているとするれば、純輸出や内需といった——通常我々が政策判断の前提として、モデル分析でその円高の影響などを分析する訳だが——より長い目で見た効果も期待されるはずである。今の議論は、先程の短期的にみてプラスかマイナスか、長期的にみてプラスかマイナスかという観点で言うと、短期的な従来どおりの円高はマイナスという議論かもしれない。ただ一点、ここで若干付け加えると、一応これまで我々が伝統的に使ってきたマクロモデルでは、円高が持続するのは、プラス・マイナス双方を含めたうえで、純輸出にはマイナス、それから国内需要にもマイナスと、マクロ全体でみるとやはりマイナスの影響を及ぼしたのだという評価は評価として、一応押さえておくべきかと思う。そう申し上げたうえで、ちょっと戻るが、そういう為替の介入の効果が一応期待される。この点は、前回会合で私共は追加緩和、基金増額を行った訳だが、それと相俟って、今申し上げたような実体経済にプラスの効果をもた

らし得ると期待される。もっとも、その後はまた市場のリスク回避傾向——先程の欧州の標準シナリオともいべきリスク回避傾向——が再び強まっていて、欧州債務問題の長期化や欧米実体経済の減速といった背景を考慮すると、今後もこの円高方向への圧力は継続するものとみられる。また、円高圧力の継続などに伴い、国内の株価は上値が重い状況が続いている。それが、先程少し言いかけたが、実体経済、特に企業の設備投資へ負の影響を及ぼさないか、ここでは懸念している。例えば、株価指数として広く日本企業をカバーするTOPIXの指標だが、750ポイント前後といった——今はもう730ポイントを割っているが——既往ボトムの水準が、8月初めから3か月半近く続いている。今、足許では、さらにまた下振れるかもしれないという動きもみられる。こういった株価の動きが、企業経営者の投資マインド及び企業価値というファンダメンタルズの両面から、先行きの設備投資を抑制しかねないという懸念を持っている。昨日の執行部報告では、設備投資の抑制といった動きはまだ広がっておらず、今はまだリスクの段階というように判断しているが、少なくとも我が国の過去の、かなり遡って設備投資と株価のデータの関係を見る限り、株価は企業の設備投資に先行して動くという傾向がかなり明確に確認できる。前半のパートで、9月の単月でみた設備投資関連のハードデータは、いずれもマイナスに転じているということ指摘したが、それと併せて、私自身としては、株価低迷の長期化という今みられつつある問題が、設備投資の下振れを通じて景気見通しに対する追加的な大きな重石となり得ることをリスクとして認識しており、この点強い危機感を持っている。以上、為替レートと株価といった金融変数の実体経済に及ぼす影響について申し上げたが、この為替及び株価といった金融変数は、先程申し上げたような観点で、いずれも先行きの景気物価動向に影響を及ぼし得る金融環境変数であるという意味で、金融環境の評価として一つの論点として申し上げた。

以上述べた金融環境、並びに前半で申し上げた景気・物価情勢を踏まえて、金融政策に関する意見を申し上げる。前回会合では、議長案である基金の5兆円増額が賛成多数で決定されたが、私自身は基金の10兆円増額

を提案した。その判断の根拠としては、特に物価見通しについて、恐らく皆様の中でも最も低いかあるいはそれに近い見通しを持っているということ、また、リスク認識に関しても、海外経済の減速、円高基調の定着、そしてデフレ予想の長期化といった面を総合して、強く下振れリスクを意識しているということから、10兆円という思い切った規模の増額を続けることが重要だと考えて提案したものである。また、政策効果あるいは波及経路の面でも、人々の予想インフレ率や企業の成長期待に働きかけ得るというように考えていて、その経路を申し上げた訳だが、そういった意味では、より明確な政策効果あるいは波及メカニズムを追求できるものと私自身が認識しているという面も、この提案の背後にはある。そう申し上げたうえで、それでは前回の5兆円の基金の増額をどう考えるかと申し上げると、私のロジックからすると、たとえ半分とはいえ、デフレ早期脱却に向けた効果、そして下振れリスクを抑制する効果が期待されるということと言えるかと思う。また、前回会合以降の変化点という意味では、先程申し上げたように、大規模な為替介入が我々の追加緩和に加わったので、先程申し上げたプラスの効果も新たに期待される状況という変化点も指摘できるかと思う。また、基金増額に関するやや技術的な観点で少し論点を申し上げると、仮にさらに規模の増額を考える、あるいはそれが望ましいといった場合に、その後起こった大規模な為替介入を背景として現在大幅な資金余剰が発生している訳だが、そういった状況のもとで、実際に毎月の資産買入れが支障なく実施できるかどうか、そういった点から、やや技術的だが、より慎重に検討する必要があるのではないかという点も、今回考えた。前回決定会合以降、基金における長期国債の買入れは、それまでの額から増額され、1回2,500億円という形でオファーされ、それに対して約9,300億円の応札があった。この結果だけをみると順調であったということかと思うが、同時に発生したのは、同じ基金である社債の買入れや固定金利オペ、あるいは従来金利入札オペにおいて、札割れ若しくはそれに近い状況が発生した。もし仮にさらなる基金の増額を行う場合には、こういった資金余剰のもとで、トータルとして資金供給をスムーズに行う

ために、何か金融調節上の工夫が必要なのかどうか、あるいはもっと踏み込んで、政策の提案自体に何らかの修正を加えて資金供給をスムーズに行わせる必要があるのかどうか、といった追加的な論点が浮上してきた訳であって、そういった点から慎重に検討すべき事項もあるというように考えた次第である。

そう申し上げたうえで、またその一方で、景気・物価見通しの下振れの可能性、とりわけ円高基調の定着とデフレの長期化、それに先程申し上げたような我が国の株価低迷の長期化といった懸念、つまり下振れリスクに対しては、私自身強い認識あるいは危機感を持っていることも事実である。このように考えを進めていくと、私自身としては、先に申し述べたプラスの材料と慎重に検討すべき面を考慮し、それと厳しい景気見通しと追加緩和の必要性の両方を考慮した結果、今回は増額提案を行わず、今後のハードデータや市場の動向を見極めたうえで、次回決定会合以降に改めて政策対応を検討することが適当であると判断する次第である。また、次回までの金融市場調節方針も現状維持が適当と考える。以上である。

白川議長

西村副総裁お願いします。

西村副総裁

物価について前回お話しできなかったので、簡単にお話ししたいと思う。足許の動きについては、暫くはゼロ%近傍、それもマイナスに振れやすく推移していくという月報の見方に違和感はない。少し長めの動きについて考えてみたいと思う。世界的にみると、リーマン・ショック以前の状況に比べれば、日本を例外として、各国とも物価は下がりやすく上がりやすい状況になっていると考えている。つまり言い方を換えれば、需給ギャップのマイナス幅が大きくなっても下がりやすく、逆に需給ギャップに改善の兆しが出てくるとすぐに上昇しがちになるということである。これは、日本を除いてという話である。10月7日の会合で詳しく述べたように、その理由

は、まず第一に、米国労働市場で失業者と求人者のミスマッチの増大がある。このミスマッチの増大に関しては、最近さらに状況が悪化しているというデータがある。それから、住宅市場で売れ残り住宅が多いのにもかかわらず、賃貸市場で家賃が上昇しているというミスマッチ、これに関しても、モビリティの低下というようなことに関してまた新たな実証研究も出ている。三番目には、ドイツでは、少なくとも今までは需要は堅調で賃金の上昇圧力を通じてインフレ圧力はあったにもかかわらず、周縁国では、需要が大きく低下しているのに賃金がなかなか下がらないというミスマッチがあった。この三つのミスマッチが主要な点である。それに加えて、前々回もお話ししたが、価格支配力を持っていた中国で賃金が増加しており、これにより製造業製品価格に世界的な上昇圧力がかかるということが考えられる。それから五番目に、石油などの商品価格が中国等新興国の成長に極めて敏感になっているということである。新興国成長が少しでも弱くなると低下し、少しでも明るくなると今度は上昇し始めるという、この五つの理由がある。実際、この五番目について、このところ下落していた商品市況も、足許、WTIが再び100ドル近くまで上昇しており、穀物、銅といったその他の商品市況も底堅く推移している。これは、不確実性は高いものの、新興国の成長の大きな落ち込みの可能性は少なくなった、と商品市場がみているというようにも解釈でき、実際、一時期勢いを増していた中国のハードランディング近しという見方が後退してきたことと整合的であると思う。そのうえ、第一ラウンドでも述べたが、イランの核兵器開発のテール・リスクもある。つまり、様々なミスマッチの増加がある、これは構造改革が進んでいないということ、若しくは新しい構造上の問題が出てきているということであるが、このために、物価は下落が小さく上昇が大きくなりがちで、かつ、新興国需要増は即商品市況を通じて物価に響くという状況になりつつあると考えている。これに、世界的な金融緩和の進展というものが同時に起こっているということを入念に入れておく必要があると思う。

これに対して日本だが、例外的に円高であるということから、コスト

カットが起こり、このコストカットが全般的なデフレをもたらし、それがまた購買力平価的なルートを辿って円高という状況が続いており、デフレからの脱却に時間がかかっている。問題は、世界の状況から日本は全く隔離されているということではないということである。従って、世界経済の成長が新興国主導でそれなりに回復していくとすれば、インフレ傾向は我が国にも次第に影響を及ぼしてくると考えるのが私は自然だろうと思っているが、どの時期で、どのような形になるのかということに関しては、非常に不確実な状況であるというように考えている。この点については、もしできれば、議論させて頂きたいと思っている。

次に、我が国の金融市場の評価である。欧州金融市場の不安定性にかかわらず、我が国の金融環境は、低金利で潤沢なアベイラビリティという状況が続いている。短期金融市場では、日本銀行が潤沢な資金供給を行う中で、為替介入資金を含む財政等要因が資金余剰感を一段高めたということもあり、金利は長めのゾーンを含め低位で推移している。しかし、リスク資産をみると、リスクオン・リスクオフが目まぐるしく変わる展開ながら、総体としてグローバルなリスクオフの傾向の中で、本邦でも株式市場は冴えない状況で、REIT市場も総じて軟調な地合いが続いており、選別の傾向が強まっているように見える。

企業金融をみると、貸出金利は緩やかな低下傾向にあり、調達環境は緩和の動きが続いている。厳しい状況が続いている中で、中小企業の資金繰りについても、日本公庫の調査やLBO調査をみると、10月は震災前を上回る水準にまで改善している。勿論これはまだマイナスの状況だが、少なくとも震災前を上回る水準にまで改善している。CPでは、リスク・プレミアムが低位で安定しており、発行残高は前年水準を上回っている。特に典型的なのは社債市場で、発行体の裾野が広がっているということがみてとれる。一部の電力債や欧州系金融銘柄のサムライ債等を除けば、発行・流通市場とも良好な地合いが保たれているというようにみられる。

しかしながら、第一ラウンドで述べたように、欧州ソブリン問題の不確実性は高まっており、日本を含め、世界的に不安心理が深化したというよ

うに私はみている。このため、介入にもかかわらず円高傾向が続いている。そのため、企業マインドの委縮がさらに進んで、需要のさらなる下振れリスクが顕在化する恐れというものもあると思っている。従って、8月4日会合に思い切った政策変更を行い、前回会合にも追加の緩和を行ったが、前回会合後もリスクはじりじりと増大しているようにもみえるので、かつその大きさが予想を超えてくる可能性も否定できないように思う。それが、デフレ傾向からの脱却を阻害し、さらに後ずれさせる方向に影響するかもしれないということには、十分な注意が必要と考えている。ただ、足許の情勢は急速に変化している。家計・企業マインドの変化や、最近の幾つかのデータの弱さが一過性のものなのかどうか、それが今後の価格の動きへどういう影響を与えるのかということを慎重に吟味して、政策に反映させる必要があると思う。その意味で、次回までの金融政策は、現在の包括緩和政策、つまり実質上のゼロ金利、時間軸、資産買入基金の規模と構成も現状維持とするのが適当であり、金融市場調節方針も現状維持が望ましいと考えている。以上である。

白川議長

石田委員お願いします。

石田委員

国内の金融については、緩和の動きが続いているとみている。これまで厳しさが残っていた中小企業の資金繰りにも、ようやく改善がみられるところである。他方、株式市場は、海外マーケットの動きにつられて大きく振れる展開となる中、中間決算発表によって円高の企業収益への影響が改めて認識されたことなどから、幾分弱めの動きとなっている。また、為替相場は、介入により一時79円台まで戻ったが、その後は、欧州ソブリン問題を巡る不確実性が意識される中であって、円高圧力が再び強まっている。こうした中、欧州を中心に、当面、海外経済は不確実性の大きい状況が続くため、我々としては、現在の極めて緩和的な金融政策を粘り強く続

けていくことが望ましいと考える。

なお、昨年10月より開始された資産買入等の基金による各種資産の買入れについては、執行部の努力によってこれまで順調に経過していると思う。ただ、満1年が経った現在、買入対象資産によっては、これから円滑な遂行に向けての課題が出てくる可能性もあろうかと思う。執行部において、既に種々検討されていることとは思うので、念のため申し上げるということだが、種目間の目標残高の調整や、買入方法の一部変更等などについて、必要があれば前広に検討しておいて頂きたいと思う。

最後に、次回会合までの金融市場調節方針については、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であると考えている。私からは以上である。

白川議長

中村委員お願いします。

中村委員

国内金融市場動向だが、欧州債務危機のもとでリスク回避姿勢が強まる中、前回決定会合以降の我が国の株式市場は軟調に推移している。これは、欧米株式市場につれた動きや、海外経済の減速、為替円高に伴う我が国企業の収益悪化懸念、さらにはタイの大洪水による日系企業への被害の拡大、上場企業の企業統治問題などが背景と思われるが、マインド面への影響が懸念される。一方、国内金融市場については、既に多くの委員が触れられたように、安定的に推移しており、企業金融も金融緩和のもと落ち着いた動きとなっている。

次に、金融緩和政策を色々やってきているが、若干その効果についてコメントしたいと思う。国際金融市場が神経質な動きを続けている中で、10月下旬以降でも、欧州債務危機の関連で幾つかの大きなイベントがあったが、我が国の金融・為替・資本市場は、株式市場や為替市場など一部では不安定な動きがみられたが、総じて安定的に推移していると言える。これ

は、一つには、先般の金融システムレポートにもあるように、我が国の金融機関が、これまで自己資本の充実を図るとともに、適切なリスク管理を行っており、欧州周縁国に対するエクスポージャーも限定的であり、金融システム全体の頑健性と信頼性が確保されているためである。二つ目には、リーマン・ショックの経験などを踏まえ、企業の手許資金が潤沢であり、危機時のバッファーとして機能しているということである。さらには、本行による既往の緩和措置により、超緩和的な金融環境が維持されてきたことに加え、本年8月と10月末の2回に亘り、リスクを先取りする形で、資産買入等の基金の拡充による追加の金融緩和策を行ったことも、それなりに貢献に繋がったと思う。しかしながら、欧州債務危機が続く中、今後さらに大きなショックが発生した場合、我が国の金融・資本市場への、グローバル市場を通じての混乱の伝播は避けられないように思われる。このため、欧州債務問題等のリスクの源泉の動向については、引き続き注意してみていくことが重要であると思う。

最後に、金融市場調節方針だが、物価安定のもとで持続的な成長経路に復帰することを積極的に支えるために、本年8月並びに10月に追加した金融緩和措置に基づき、金融資産の買入等を着実に実行するとともに、次回会合までの金融市場調節方針は現状維持とし、極めて緩和的な金融環境を維持していくことが適当だと思う。ただし、先行きの経済・物価動向を見据えて、状況の変化に対応して、必要と判断される局面では、適切な措置を果敢に講じていくことに変わりはない。私からは以上である。

白川議長

森本委員お願いします。

森本委員

まず、国際金融資本市場については、詳述を避けるが、緊張感の高い状態が続いている。欧州では、ギリシャやイタリア国債をはじめ、多くの国で対独スプレッドが拡大している。また、欧州金融機関の負債を投資対象

とするMMFへの投資資金が一段と流出していること等に加え、FRB調査による米国所在の金融機関の欧州金融機関に対する貸出態度も厳格化するなど、資金調達環境が厳しさを増している。こうした中での我が国の金融環境だが、国際的に緊張が続く中であっても、本行が強力な金融緩和を推進するもとの、緩和的な状態が続いており、欧州債務危機の金融チャネルを通じた我が国への影響は、現段階では限定的だとみている。金融市場では、無担保コールレートやターム物金利、長期金利等は、引き続き低い水準で総じて落ち着いた動きとなっている。企業金融も、CP・社債市場をはじめ、全体としては緩和の動きが続いている。企業の資金調達の状況をみると、銀行貸出の前年比が10月はプラスに転じたほか、社債・CPの残高も前年を上回って推移しており、資金繰り判断DIも改善してきている。

一方、為替市場をみると、一時1ドル79円台まで円安となったが、再びリスク回避の動きが強まる中、円高圧力が高まりつつある。株価も、海外経済に引きずられる形で低迷している。中間決算では、輸出企業を中心に、円高修正等の影響から業績見通しの下方修正が相次いでおり、企業マインドへの影響も含めて、引き続き十分な注意が必要だと思う。

以上の金融面の動向等を踏まえた金融政策運営であるが、まず、次回までの金融市場調節方針については、現在の方針を維持することが適切だと思う。先行きの金融政策運営については、我が国経済が物価安定のもとの持続的成長経路に復帰するよう、引き続き「物価安定の理解」に基づくゼロ金利政策の継続を含めた包括的な金融緩和政策を通じ、強力な金融緩和を推進するとともに、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援にも、着実に粘り強く取り組んでいくことが肝要だと思う。現在は、前回会合で一段と強化した金融緩和措置のもとで、さらに金融資産の買入れ等を加速させており、その効果は、足許の極めて緩和的な金融環境となって確実に現れている。9日に実施した社債等買入れで札割れが発生したことなども、極めて潤沢な資金供給が行われていることの証左と考えられる。このため、当面は、現在の政策措置に関し、海外金融経済情勢や円高等、経済の下振

れリスクに引き続き十分注意しつつ、その効果を確かめながら、着実に増
枠分を含めた資産買入れを実行していくことが大事であると思う。そして
これからも、先行きの経済・物価動向を注意深く点検し、必要な場合には
適切な措置を講じていくことが重要である。以上である。

白川議長

亀崎委員お願いします。

亀崎委員

国内金融市場をみると、長短金利とも、本行による潤沢な資金供給や包
括金融緩和の効果もあって、引き続き低水準で安定的に推移している。ま
た、企業金融をみても、一部例外を除き、社債やC P、銀行貸出など調達
レートの面でも資金のアベイラビリティーの面でも、中小企業を含めて、
緩和の動きが続いている。もともと、為替市場では、10月31日の為替介
入の直後、1ドル79円台後半まで円相場は押し戻されたものの、その後ジ
リジリと円高傾向となり、現在77円近傍で高止まっている。

まず、金融市場調節の方針としては、デフレ脱却にはなお時間がかかる
ため、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を引き続き0
～0.1%程度とすることが適当と考える。今後とも、こうした状況が続く
限り、この実質的なゼロ金利政策を維持するというコミットメントを維持
し、時間軸を揺るぎないものとしていくべきである。資産買入等の基金に
ついては、前回の決定会合において、5兆円増額するという対応を取った。
従って、今後は着実に資産買入等を実行し、その効果を確認していくこと
になる。ただ、債務問題に端を発する欧州金融市場における緊張が世界の
金融経済情勢の緊迫感を増幅している中であって、予断は許さないが、今
後とも適時適切な対応を取ることが必要となることは想定しておかなけ
ればならないと思う。被災地金融機関を支援するための資金供給オペにつ
いては、引き続き被災地のニーズを見極めながら、年末、年度末越えの資
金繰りが万全なものとなるように実施することが肝要と考える。成長基盤

強化を支援するための資金供給は、12月に第6回本則分及び第2期特則分の資金供給を実施するので、その推移を見守りたいと思う。ドルオペについては、これまではあまり利用されてこなかったが、11月になって久々に一部金融機関で利用がみられた。欧州ソブリン問題への懸念が高まっていく中、ドル資金調達レートは上昇しており、今後は一層必要性が増すと予想される。このため、今後とも着実に実行していくことが適当と考える。

本行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するために、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく旨、コミットしている。今後とも、先行きの金融経済・物価動向を注意深く点検しながら、必要な施策をプロアクティブに実施し、日本経済を支えていくことが肝要だと考えている。以上である。

白川議長

白井委員お願いします。

白井委員

我が国の金融環境については、本行の潤沢な流動性供給スタンスの維持や、8月と10月には基金等による合計15兆円もの資産買い増しを行ったこともあり、かなり緩和的な状況が続いている。

金融資本市場の動向については、短期金融市場では資金余剰感がかなり強いように思われる。翌日物無担保コールレートについては、10月末の為替介入以降に幾分低下し、0.07%台半ばで推移している。翌日物のレポ金利についても低下し、今月上旬には一時過去最低水準である4月13日の0.077%へ迫る状況がみられた。ターム物の金利については、1~6か月物までのユーロ円金利や、3か月物や6か月物の国庫短期証券利回りは、横這い低水準で推移している。こうした中で、本行の固定金利入札オペでも応札倍率や落札利回りが低下しており、11月9日には社債等買入入札で初めて札割れが生じるなど、基金による資産買入れにも変化の兆しがみられる。米ドルの資金調達環境であるが、円投ドル転コストがやや上昇して

いることもあり、今月に入って、本行のドル資金供給オペへの数件の応札があった。ただ、インターバンク市場やレポ市場では、特段、邦銀がドルの量の調達が困難になっているという声は聞かれていない。このことから、全体としては欧州金融機関のようにドル調達環境が悪化している訳ではないと判断している。債券市場については、比較的落ち着いている。長期国債利回りは、イタリア国債利回りが過去最高水準まで上昇する中、内外投資家のリスク回避姿勢が強まったことで需要が高まり、今月に入って1%を下回ることが多くなっている。社債の対国債スプレッドは、低位横這いで推移している。株価については、日経平均株価は足許8,000円台半ば、TOPIXは700ポイント前半の低水準で軟調に推移している。特に、欧州問題を受け、我が国の金融機関の株価も連動して影響を受けやすくなっている。企業金融については、資金調達コストは緩やかに低下している。貸出約定平均金利は低下を続けており、CPや社債の発行金利はともに低水準で推移している。資金供給面では、金融機関の貸出態度は中小企業を含めて改善傾向がみられる。CPや社債の発行環境も、投資家の運用ニーズが強く良好で、社債については発行主体にBBB格企業等を含め裾野の広がりがみられている。資金需要面では、これまでのところ大企業を中心に運転資金需要が増加する傾向がみられているが、銀行貸出が10月には2009年11月以来23か月振りのプラスに転じている点が注目される。住宅エコポイント制度が7月末に終了したことなどもあり、住宅ローンの伸びが低下する一方で、海外M&Aや電力企業などの企業向け融資が増えていることが背景にある。また、東北6県の貸出が夏頃からプラスに転じており、現在は運転資金が大半であるが、今後は、来年にかけて被災地で復興需要が本格化すれば、設備投資や住宅投資などの資金需要が活発化する可能性が期待できる。この間の資金調達動向をみると、融資拡大を続けている地銀だけではなく、大手銀行による貸出も幾分積極化しており、CPや社債の発行額も前年を上回って推移している。こうした状況下で、企業の資金繰りは総じて改善した状態にある。とはいえ、気になる動きもある。具体的には、欧州財政・金融問題を巡る不確実性が高い中で、最近で

は、企業による銀行融資枠——コミットメントライン——契約額が増えているようである。実際の利用はむしろ減少しているが、これは企業が予備的に資金調達に備える動きを反映させている可能性があり、欧州問題の深刻化が主として金融チャネルを通じて我が国に及ぼす影響については、引き続き慎重に見極めていく必要がある。しかし、今のところ我が国の金融債券市場については比較的落ち着いている。

以上の金融環境の評価を踏まえた次回決定会合までの金融市場調節方針であるが、現状維持、すなわち「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」が良いと思う。私からは以上である。

白川議長

山口副総裁お願いします。

山口副総裁

私から追加的に申し上げることは、一言だけである。政策面で何らかの手直しが必要だとは考えていない。念のためであるが、当面の金融市場調節方針については、現状維持が適当だと思っている。私からは以上である。

白川議長

まず、当面の調節方針であるが、私も含めて全員現状維持ということである。

それから、金融環境の点検について、昨日執行部の方から説明もあったが、金融環境をどのように定義するかという問題はあるが、通常我々が定義している金融環境ということであると、国際金融資本市場の緊張度は引き続き高いが、我が国の金融環境については、緩和の動きが続いているという判断であったと思う。前回までは、中小企業を中心に、データのまだ厳しさが残るような数字であったが、その辺も昨日の執行部の報告にあったように、感じが変わってきたということで、全体評価としては緩和

の動きが続いているというように、敢えてリザベーションを付けずに評価しても良いのではないかと思った。

幾つか論点があった。これは宮尾委員と石田委員の方から明示的にあったが——あるいは他の委員の方からもあったかもしれないが——、前回会合後、基金のオペの買入れで札割れが生じた。特に社債については初めて札割れが生じた訳であるが、この後、来年の12月末に向けて買入れを増やしていく過程で、円滑に基金のオペを運営できなくなる可能性があるのではないだろうかということである。そうした事態に備えて、石田委員の方からは、執行部において検討しているとは思いますが、ちゃんとして頂きたいという話もあったし、宮尾委員の方もその辺について見極めていきたいという話があった。この後、若干のご意見があれば頂きたいと思う。札割れとって私自身思い起こすのは、量的緩和をやっていく過程で、特に量的緩和の末期というのは本当に札割れに苦しんだ訳である。どういう局面で、我々が量的緩和でその量を増やし得たかということ、金融システム不安が起こると、これは量も供給しやすくなる。つまり、オペを円滑にやっついこうという目的だけであれば、金融システム不安が起きれば資金は潤沢に供給できる。一旦供給すれば、もう返ってくるインセンティブはないので、そこに滞留する。今FRBで起きていることが、まさにそういうことである。来年12月までを考えると、これは本来起きて欲しくないことであるが、しかし先程の欧州ソブリン問題を考えると、国際金融資本市場がさらに不安定になるという可能性も、これは決して可能性が低い訳ではないと思う。そうなってくると、またマーケットの状況も一変するということになるし、幸いにしてそういうことがなければ、今のようになかなか厳しい状況が続くのもかもしれない。いずれにせよ、これはマーケットなので、直ぐ変わり得る、どちらにもまた変わり得ると思う。ただ、自分自身の感想として、なぜ札割れが起きているかということ、そこまで我々の金融緩和が徹底して行われている、だからこそ、オペに応じるインセンティブがないということである。我々自身の包括緩和の目的は、究極的には金融緩和を推し進めていく、緩和的な金融環境を作ることを通じて経済を支えてい

こうということなので、ある意味ではその目的は達している。目途として置いた金額の達成において難しさが生じるということではあるが、究極の目的においては成功している。ただ、いずれにせよ、コミュニケーション上も含めてなかなか悩ましい問題があることは勿論事実であるし、検討していく必要があると思っている。この点に関して、ご意見があれば後からお聞きしたいと思う。

あと、自分自身がこのところ国際会議に出て、海外の中央銀行の総裁をはじめとして幹部と金融政策の議論をしながら感じていることを一つだけ申し上げたい。今、我々が直面している欧州のソブリン問題、それから米国のバランスシート問題、あるいは新興国におけるソフトランディングを達成できる蓋然性、こういった論点を全て考えていく時に、各国の金融政策が全体として今どのような組み合わせ、どのような位置付けになっているのかということ、ずいぶん考えざるを得ない。個々の国は勿論一生懸命やっている訳だが、集合的にみてどういうバランスになっているのだろうか。昔はそんなことをあまり考える必要もなかったが、しかし、今はそういうことこそが重要な局面にきているのだと思う。金融緩和政策の効果は、基本的には、ある一時的な需要ショックが起きて経済が弱い時に、一つは将来の需要を現在に持ってくるか、あるいは他人の需要、つまり海外の需要を自分に持ってくるか、この水平か垂直かのどちらかしか基本的にはない訳である。ただ、現在の、特に先進国がそうであるが、完全なゼロではないがゼロ金利に非常に近い状況になってきて、長期金利もずいぶん下がってきて、つまり金利の下げ余地が段々なくなっている世界で、取り敢えず将来需要を現在に持ち込むということは、第一ラウンドは成功するが、これは将来になった場合には、今度は繰り上げてくる需要がないということになってくる。つまり、この政策というのは、ある程度の期間は続くが、ずっとやっていると持ち込んでくるべき将来の需要がなくなってしまうということになる。日本の場合は、基本的にこの政策をもう 15 年もやっている訳であるが、今や他の国も段々そういう世界に入ってきていると思う。それから、人の需要を自分に持ってくるというのも、これも

先進国全体が先程申し上げたような状況になってくると、なかなか先進国から持ってきにくい。一方、新興国は、程度の差はあれ、為替のペッグを行っているので、先進国の緩和政策は新興国の金融緩和となつて一時的に景気は刺激され、そういう意味では、最終的には海外の需要を自分に持つてくるということには成功する面はある訳だが、しかし、むしろ緩和の行き過ぎでソフトランディングが本当に上手くできるのか、オーバーシュートしてしまうのではないかと、ということは今懸念している状況である。従つて、各国が自分の国の中での金融緩和政策だけを考えていくことで、本当に世界全体で、我々自身が達成しようとするものになるのか、今非常に問題意識が強くなつているという感じがする。日本国内の議論を聞いていると、いわば昔ながらの議論を相変わらずやっているという感じがする。これだけ今欧州ソブリン問題が世界全体に、あるいは新興国の問題が世界全体にどのような影響を与えるのかという議論をする時に、実は我々自身の金融政策の、いわばそのマインドセットというか、考え方それ自体も、思考様式自体も、実はその環境の変化に合わせて変えていかなければならないという感じがしている。そうした問題意識について、海外中央銀行の同僚と話しても確実にそういう問題意識が高まつていっているという感じがする。これは、次回決定会合までという話では勿論ないが、そういう感想を持った次第である。以上である。

追加的な論点があれば願ひする。先程の札割れに関連して、これはお二人からあつたし、それから発言されなかつた方も含めて、ご意見がもしあればこの場に出して頂ければと思う。

白井委員

札割れについて、私の印象であるが、あまり一般的に理解されていないという感じがする。多分、円の為替介入をした結果、大量に資金が市場に入つていく、その結果として札割れする。従つて、必ずしわ寄せというのがあつて、資金需要がもう潤沢で一杯の時に、なかなか増やせない。しかし、外の議論を聞いていると、「ずっと増やせる」と言っているところに

大きなギャップがある。資金需要がもう潤沢にあり過ぎる時には、これをもっと使っていけるように、つまり、貸出が回るようにするには、一つはやはり将来の成長期待が高まるということが重要なのだが、そのところが私の印象では十分理解されていないと思う。

石田委員

私が申し上げたのは、どちらかと言えば、オペではなくて、社債とかETF、あの辺である。

白川議長

そういう理解である。あと、先程、西村副総裁がもし時間があればとおっしゃった点で、私自身も実は一点だけ関心がある。世界全体が仮にインフレ傾向になった時に、日本だけがその影響を受けないということは考えにくいという話の中で、具体的なルートとしてどういうものを想定するか。商品市況の影響は、勿論あるが、自分自身が関心を持っているのは、中国が従来は安い労働力で、労働集約財を生産している。しかし、そういうルートでも段々賃金が上がってきて、そういうルートからのインフレ圧力の伝播というのは、どの程度起こり得るのだろうかという点に関心があるのだが、もし何かあれば。

西村副総裁

その点が、他の国と日本との凄く大きな差である。米国は、多分、今回のCPIは低く出ると思うが、また暫く経つと高くなる可能性がある。その一つは、供給が減ると必ず値上げをする。米国の自動車業界であるが、今、米国のCPIで上がってきたのは、自動車の価格とアパレルの価格と、それからレントである。レントは今まだ上がり続けているが、自動車の価格はかなり上がったのだが、それが下がった。それは、いわばトヨタがない間に値上げをしたということに帰着する。特に、フォードなどがそれで相当な収益を得ている。他の国というか、日本を除くとかなりの国で、

これが大体成立する。つまり、前回、ターゲットプライスという話をしたが、基本的には、ある収益性を確保するためにターゲットで価格を付けていく。従って、数量が減ると価格を上げるという形になる訳である。それが、日本はちょうど逆になっていて、ターゲットコストである。円高で作れなくなると、コストを下げてそれで対応しようとする。そうすると、そのコストが、相対賃金仮説的な意味で、賃金の同等性という形で他のところに影響を及ぼしてくる。ある意味では、関係ないサービスとかそういうところに影響してくる。それが出てくる度に、今度は価格競争で、全体としてデフレになっていく。そういう状況なのである。これがどういうところで変化するかというのは、まず一つは、やはり輸入に関するコストが高くなっていくということが、多分一番考えやすいことだと思う。それから、もう一つは、これはまた円高と絡むのだが、もし円高がある程度止まれば、今度は、逆に言えばコストカッティングに関しての強い形がなくなるので、この部分に関して状況は改善していくのだろうと思う。あともう一つは、これは日本にとって望ましくないが、交易条件の悪化を通じる、特に商品市況の上昇という形になる。日本にとって、三番目は望ましくないので、できれば初めの二つの形で上昇していくことによって、いわば需給が改善していることがそのまま価格に素直に繋がるような経済のシステムを上手く作っていく必要がある。価格が決まっているという構造そのものも、実は改革すべき構造の中の一つに入っていると私は思う。

石田委員

質問なのだが、確かに資源価格が上がれば交易条件は悪くなる。一方で、中国の労働賃金が上がれば、これはやはり日本にとっては、フェイバーというふうに考えて良いのか。

西村副総裁

少なくとも輸入代替というか、それは中国で賃金が上がれば他のところに行ってしまうということも勿論あるので。

石田委員

しかし、そちらも上がるプレッシャーがかかるので。

西村副総裁

そうであれば、それはフェイバーだということになる。

石田委員

我慢のしどころというところか。

西村副総裁

私は、ここにきて6年半であるが、ずっと同じようなことを——我慢のしどころと——言い続けて、全然先がみえていないので、忸怩たるものがあるのだが。

石田委員

かなり上がっている。

西村副総裁

明らかに、震災の前まではそういう方向がみえていた。それが震災でかなり落ちてしまった。ただ、かなり色々なところで需要が回復している。私は、以前は需要が足許心配だということを行ったが、傾向的には回復しているので、こういったところが上手く行けば、また元に戻って、そういう方向に行くのではないかとも思う。それからもう一つ、日本の場合はミスマッチがかなり相当進んでいるので、このミスマッチの点からの物価上昇圧力というのは、少なくとも、例えば建設業界で明らかに出ているので、こういう部分はこれから少し新しい要素として考えていかなければいけないと思う。

山口副総裁

先程の札割れの話で少し宜しいか。仮にこれから札割れが続くことになった場合に、我々は 55 兆円をターゲットとしている訳であるが、その実現に拘るのかどうか。これは大きな論点になり得ると思う。来年の 12 月末までまだ時間の余裕はあるが、先程、白井委員が言われたようなことまで含めて考えると、札割れは、我々が狙っていた金融緩和が実現できた証左だとも言える訳である。従って、札割れを克服して、遮二無二目標を達成する必要があるのかという議論は、十分あり得ると思う。どうしても目標を達成するのだとすると、その場合には、リスクフリー金利に働きかけるのか、リスク・プレミアムに働きかけるのかについて、状況をよく見極めたうえで判断する必要がある。リスク・プレミアムに対して働きかけるとすれば、社債の残存期間の 2 年という制約を外して、3 年とか 4 年とか長い物も対象にするとか、あるいは R E I T とか E T F に買入れ余地があるのであればそれもできるだけ買っていくというようなことになるだろう。また、リスクフリー金利に働きかけるのだとすれば、国債をそれなりの規模で買うということになるのだろうと思う。この辺りは、言葉で言うのは簡単だが、議論をしっかりと尽くしたうえで判断するとなると結構難しい。ところで札割れが、我々の緩和追求の結果だという面があるとなると、先程、白井委員が言われたことと関連するが、我々自身としては、起きている事象についてももう少し積極的に人々に伝え、その持つインプリケーションは何なのかを説明していく必要があるだろう。まだ先の話かもしれないが。

中村委員

マーケットで、短国の入札に札割れが発生し、暫くはこのような状況が続くのかなと思っていたら、現時点では解消している。マーケットは刻々と変わるので、あまり短期的なことだけ捉えて対応を考えるのはどうか。私も、対象期間をもっと伸ばすべきではないかと考えたこともあったが、現在の消化状況から判断すると、若干時間をかけてみていく必要があると

思う。

西村副総裁

我々はレートを狙っているのか、バランスシートの大きさを狙っているのかが、やはり一番基本的なところである。我々はレートでやっているのだということを明確にしておかないと、物凄く妙なことになってしまうということだと思う。

宮尾委員

先程、白川議長がおっしゃっていた各国の金融政策の全体の中での位置付けのところ、ちょっと感想めいたことなのだが、白川議長がおっしゃったように、将来の需要を取り込むか他人の需要を取り込むということで、振り返って量的緩和の議論をされていたが、もし効果があるとする、やはり海外の需要を取り込んでいた面もある。米国のQE2、あるいは今の積極緩和の効果も恐らく他人の需要を取り込んでいるという面がある。そうだとすると、少し元に戻るのだが、日本の量的緩和の効果に関しても、そういった当時の政策の効果として、私はQE2とかなりパラレルに議論できるのではないかと思う。外の効果を取り込むという意味では、ある種短期的な効果はやはりあったというような評価が可能なのではないかと思う。そのうえで、それが海外のオーバーシュートあるいは過熱をもたらした、あるいはやや長い目でみて、例えば日本の量的緩和は、サブプライムローン問題など、世界的な景気過熱のバックグラウンドに一部貢献したかもしれない。そういうやや大きなフレームワークの中で、効果はあったのだが、それは、ある種より長い観点、あるいはグローバルな観点からすると、副作用にもなり得るという議論を、私は個別には少しやり始めてはいる。そういうようなことをもう少しトータルに我々も情報発信していくということである。そういう必要があるのかなと感じた。

白川議長

前回、量的緩和をやった時もそうであるし、その後もそうであるが、一般的に量的緩和政策と言われている中で、実は色々なことをやっている訳である。当座預金残高をターゲットに金融緩和をして、消費者物価上昇率が安定的にプラスになるまでこの量的緩和政策を続けるという話で、基本的に量の話とコミットメント——実質的なゼロ金利政策を続けるという約束——、これは我々の評価でも効果はあったと言っている。当座預金を積み上げることでそれ自体に効果があったかと言うと、金融システムの不安を解消する意味では効果はあったが、しかし当座預金の積み上げ自体に効果があったとはあまりみえない、というのが当時の評価——勿論、これもその後の評価によってまた変わるかもしれないが——であった。時間軸の方については、比較的意見の一致があったのだと思う。従って、時間軸的な、つまりゼロ金利をいつまで続けるか、低金利をいつまで続けるかということは、為替レートを通じて影響した。従ってむしろ量的緩和をやめた後、その後も比較的low金利政策を続けるとマーケットではみられていたので、そのことは為替の円安に繋がった。先程の2000年代半ばに非常に円安が進んだという話は、むしろ量的緩和をやめた後なのである。そういう意味では、量の話と時間軸の話をやはり分けて考えた方が良いのではないかというのが、当時の議論だったようには思うが、いずれにせよ、今後色々議論していく必要はあると思う。今の問題は、繰り返しになるが、他人の需要を持ってこようと思っても、先進国は今お互いに需要がない、新興国の方は為替をペッグしているので、新興国がぱっと盛り上がって、それでまたあとは反動減になってくるという構造に、世界全体としてなっている。勿論、新興国がペッグをしなければ良いというのはあるのだが、現実にペッグをしているところから政策論はスタートせざるを得ないので、そこに難しさがあるという話をした。

西村副総裁

ただ一点、私も三番目のエピソードとして、要するに、新興国でペッグ

している国が一方にあった時に、バードン・オブ・アジャストメントは、ペッグしていない国にかかってくる訳である。それに対して何らかの対応をするのは十分にあり得る話だというように、私は思っている。

白川議長

今、日本に限らず先進国は、コレクティブにほとんどもうゼロ金利環境になってきているので、そういう意味で、先進国が一丸となって政策を打ってさらにゼロ金利をやって、それで新興国に対してという議論は、議論としてはあり得る。ただ、それにしても今、新興国自体がソフトランディングを本当にできるのか、もし新興国がソフトランディングできなければ、結局、日本も含めてであるが、先進国全体にまたバックファイアしていくという構造に、今なっているのだと思う。私自身が会議に出ていて、そこに皆の悩みがあるのだというように感じている。いずれにしても、長い目で見た我々自身の政策というのは、結局その積み重ねが最後は経済を作っていく訳である。そういう意味で、明日どうなるかという話だけではなくて、どういう帰結になっていくのかということを考えていく必要があるのだろうと思う。

他にあるか。それではここで、政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。最初に、藤田幸久財務副大臣お願いする。

藤田財務副大臣

我が国の経済情勢をみると、持ち直しているものの、そのテンポは緩やかになっている。こうした中、最近の為替市場における投機的な動き、無秩序な動きのため、足許では歴史的な円高が急速に進行している。さらに、欧州債務問題に対する懸念が再燃し、これによる海外経済の停滞感の高まり等が、景気を下振れさせる重大なリスクとなっており、政府として大変懸念している。また、タイの洪水の影響についても注視していく必要がある。

政府としては、為替市場の投機的な動き、無秩序な動きへの対応に万全

を期し、日本経済への下振れリスクを具現化させないため、先般、為替介入を実施した。引き続き市場動向を注視しつつ、適切に対応していく。また、本格的な復興予算である平成 23 年度第 3 次補正予算については、現在、国会で審議が行われているところである。被災地の復興、原発事故の収束、そして円高による空洞化等のリスクへの対応など、日本経済の立て直しを大きく加速するため、一日も早く第 3 次補正予算とその関連法案を成立させて頂き、実行に移していくことが重要と考えている。

政府としては、円高の進行と海外経済の停滞懸念による景気下振れリスクが非常に高いことなどを踏まえ、今後のマクロ経済運営においては、引き続き、細心の注意を払いつつ、機を逸することなく適切に対応していくことが重要であり、日本銀行と一体となって取り組んでいきたいと考えている。

日本銀行におかれても、現下の厳しい経済状況に対する認識を政府と共有し、海外経済の動向や為替市場を含む金融資本市場の変動が我が国経済に与える影響等を踏まえながら、果敢な金融政策対応をお願いしたいと考えている。以上である。

白川議長

石田勝之内閣府副大臣願います。

石田内閣府副大臣

14日に公表した7～9月期の実質成長率は、震災後のサプライチェーンの立て直しが夏にかけて急速に進んだことなどを背景に、年率+6.0%と4四半期振りのプラスとなった。ただし、足許では我が国の景気は引き続き持ち直しているものの、そのテンポは緩やかになっている。先行きについても、景気の持ち直し傾向が続くことが期待されるが、国際金融情勢の不安定化や円高、海外景気の下振れ、タイの洪水被害等、我が国景気の下振れリスクを十分警戒する必要がある。特に欧州の金融情勢については、政府債務危機がイタリアにも波及するなど、危機が深まっており、投資家

のリスク回避姿勢が強まっている。

こうした世界経済の重大な下方リスクに対し、政府と日本銀行との間で警戒感、危機感を共有し、一層緊密な連携を図る必要がある。政府は、平成23年度第3次補正予算を早急に成立させ、震災からの復興に全力を尽くすとともに、先般決定した「円高への総合的対応策」を本格的に実施していくことにより、急速な円高の進行等による景気下振れリスクや産業空洞化リスクに先手を打って対処していく。さらに、我が国成長力強化に向け、日本再生の基本戦略を年内に取り纏めていく。

円高とデフレの悪循環という懸念に加え、欧州の金融情勢が緊迫していることから、日本銀行におかれては、政府との一層緊密な情報交換・連携のもと、適切かつ果敢な金融政策運営により、経済をしっかりと下支えすることを願います。以上である。

V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

金融市場調節方針の議案、及び対外公表文の議案の取り纏めを行いたいと思う。執行部はこれらの議案を用意し、説明を願います。

[事務局より議案配付]

門間企画局長

お手許に二枚紙がある。まず一枚目である。「議長案。金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。2. 対外公表文は別途決定すること。以上」である。

続いて、対外公表文である。「2011年11月16日。日本銀行。当面の金融政策運営について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のと

おりとすることを決定した（全員一致または賛成○反対○）。下に（注1）がある。「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。2. わが国の経済は、持ち直しの動きが続いているものの、海外経済の減速の影響などから、そのペースは緩やかになっている。すなわち、国内需要をみると、設備投資は緩やかに増加しているほか、個人消費についても底堅く推移している。一方、輸出や生産は、震災後に減少した海外在庫の復元もあって増加を続けているが、海外経済の減速の影響などから、そのペースは緩やかになっている。この間、国際金融資本市場の緊張度は引き続き高いものの、わが国の金融環境は、緩和の動きが続いている。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、概ねゼロ%となっている」。ご参考までに、前回からの変更点であるが、最初の文章の「海外経済の減速の影響などから」というところは、前はなかった。その次の個人消費であるが、前月は「全体としては持ち直している」と若干ヘッジが加わっていたが、今月は「底堅く推移している」ということである。輸出・生産であるが、前月は「ペースは緩やかになっているが、増加を続けている」というように語順がひっくり返っていた。かつ、ペースが緩やかな理由も「震災による落ち込みからの回復過程に比べて」ということで、今回のように海外経済の減速を理由にしたのは初めてである。金融環境であるが、前月まであった「中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさがなお窺われるものの」という表現を今回削除している。ただ、その一方で、国際金融資本市場の緊張度が高いこと、これについて改めて今回はここに書き加えているということである。物価については、特段の変更はない。

次に3.である。「3. 先行きのわが国経済は、当面、海外経済の減速や円高に加えて、タイの洪水の影響を受けるとみられる。もっとも、その後は、新興国・資源国に牽引される形で海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、当面、ゼロ%近傍で推移するとみられる」ということであるが、このパラグラフは3週間

前の展望レポートを基本的に踏襲している。ただ一点だけ、1行目の「タイの洪水」、これは展望レポート以降新たに加わった一言である。

次に4.である。「4. 景気のリスク要因をみると、欧州ソブリン問題は、欧州経済のみならず国際金融資本市場への影響などを通じて、世界経済の下振れをもたらす可能性がある。米国経済については、バランスシート調整の影響などから、減速が長引く可能性がある。新興国・資源国では、物価安定と成長を両立することができるかどうか、なお不透明感が高い。海外金融経済情勢を巡る以上の不確実性が、わが国経済に与える影響について、引き続き注視していく必要がある。物価面では、国際商品市況の先行きについては、上下双方向に不確実性が大きい。また、中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもある」。このパラグラフは、展望レポートで示した認識と基本的に同じである。

「5. 日本銀行は、資産買入等の基金の規模を累次にわたり大幅に増額し、そのもとで、金融資産の買入等を着実に進めている。また、日本銀行は、『中長期的な物価安定の理解』、下に（注2）があって、『消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、中心は1%程度である』に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく方針を明らかにしている。日本銀行としては、こうした包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、さらには、金融市場の安定確保や成長基盤強化の支援を通じて、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するよう、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である」。ここは、展望レポートの政策運営に関するパラグラフとほぼ同様の内容である。以上である。

白川議長

ただ今の説明に対して、ご質問あるいはご意見をお願いします。

亀崎委員

公表文であるが、5. の最後の「中央銀行としての貢献を粘り強く続けて

いく方針である」というところで、10月の1回目の決定会合では、この後に「今後とも、先行きの経済・物価動向を注意深く点検したうえで、適切に対応していく」とある。10月の2回目の会合では、追加の金融緩和を実施したので、その文言が消えた。今回もその文言が消えている。結論としては、私はこれで良いと思うが、そういう文言が入ったり入らなかったりすることについての考え方を、確認しておきたい。この公表文は、日本銀行の政策スタンスを過不足なく反映したものであり、もう一つコミュニケーション・ツールでもあると思う。10月の1回目の会合では、欧州経済の不確実性が高まってきて、何らかの措置を取る必要があるかもしれないという高まりが予知されているような状況で、何もしない訳ではなくて、その構えには入っているという感じがあって、この文言を入れたというように私は理解している。2回目では、緩和措置を取ったので入れなかった。そうすると、政策スタンスを正確に表現するという点については、今回の場合は、5.に述べてあるように、このような三つの施策を通じて「粘り強く続けていく方針である」というのが、今日ディスカッションした内容そのままだと思うので、その点についてはこれで良いと思う。また、もう一つのコミュニケーション・ツールとなってくると、連続性の問題をどう考えるのか、もう一方でメッセージ性をどう考えるのかということもある。連続性として、今の「今後とも、先行きの経済・物価動向を注意深く点検したうえで、適切に対応していく」という文言をずっと入れてしまうと、これが決まり文句、お経のようなことになって、メッセージ性がなくなってしまう。今後暫く考えてみても、ずっと入れ続けていくと、そういう状況が何回も何回も続くと思うので、そういう繰り返しになってくるとメッセージ性がなくなる。ということは、コミュニケーション・ツールのメッセージ性ということを考えて、一つのそういう意味合いを持ったものとして、この文言を持っておいた方が良いかと思う。要するに、表現したりしなかったりということからも、今回はこれは入れない、議案どおりが良いのではないかと思うが、その点について確認しておきたい。

山口副総裁

私がお答えするのも変だが、全て亀崎委員がおっしゃったとおりというのが、私の感じではある。つまり、あの文言を入れると、いつやめるのかという話に今度はなってしまう。他方で、外部からは常に構えを言っているだけなのかと受け止められることにもなってしまう。10月の最初の会合の時のように何らかの表現を入れるとすると、巧みな表現を工夫して、亀崎委員の言われるメッセージ性を發揮していかなくてはいけないが、それはそれでなかなか厄介な感じもする。私自身は、そういうことまで考えると、今回はそのまま落としておいて良いのではないかと思う。勿論、だからといって、状況の変化があれば、次回会合では何もしないとか、あるいは次回会合までの間何もしないということではないということだと思う。

中村委員

まさにその都度その都度の会議の内容を反映したということになる。

宮尾委員

今の点は、私も基本的に賛成で、メッセージ性という意味では、毎回出しておくのは少しおかしいかと思う。そう申し上げたうえで、今回私の情勢判断が多分このテーブルの中では一番慎重というか、ペシミスティックというか、政策への構えという面では、一番前のめりになっていたかもしれない。そういう意味では、この文言で、しかし、もし何かあれば当然いつでも政策対応はあり得る訳だが、今回の決定会合の中で色々な意見があった中で、そういう下振れリスクであるとか政策対応の構えや必要性に対して、多様な議論があって、慎重な意見というものもあった、というようなことも、もし可能であれば、総裁の記者会見の中で盛り込んで頂ければと思う。というのは、私が前回そういう形で追加増額提案というより思い切った提案をしているという関係もあり、慎重というか、下振れリスクをより強く意識する、あるいは政策の構えをより強く意識するというような

意見もあったというようなことも含めて、少し決定会合の雰囲気も補足して頂ければとも思うが、どうだろうか。

白川議長

記者の方から質問があった場合には構わないが、例えば明確に「これは反対である」とか、そういう場合は良いのだが、皆さんの意見をあまり自分の言葉で要約すると、やはり要約の仕方が不適切なケースというのはいり得るように思う。そういう意味では、自分自身が、例えばよく使っているのは、委員によっては多少ニュアンスの差はあるが、「概ねこうだった」とか、そういう形で言って、必ずしも皆が全く同じではないということは言っている。あまり私自身が当事者——今回は宮尾委員だが——に代わって「こうである」と言うのも、これはこれでミスリードするかなという感じもする。

それから、経済の先行きに対する見方についても、宮尾委員も慎重だが、自分自身も慎重で、宮尾委員が特に慎重だというふうには思わない。皆さんも、それぞれのタイムホライズンの中で、どのタイムホライズンでより慎重にみているかという違いはあるが、今日も議論を通じて、先行きについて楽観的にみている人は多分誰もいなかったし、皆慎重だったと思う。本当にその慎重の度合いがどういうふうに違うのかは、多分、数字にして、現在と将来の見方を示さない限り、本当のところはよく分からないという感じはする。

山口副総裁

敢えて宮尾委員のおっしゃりたいことを想像すると、前回は、基金の10兆円増額を提案したが、5兆円の増額にとどまった。とすると、今回追加緩和の提案をしないことについて、色々と意見を求められるだろうということではないか。その時に、機密保持の観点からは一切語れない、この状態に辛さを感じる、こういうことだろうか。

宮尾委員

そういう面は多少ある。

白川議長

私が今回、前回反対票を投じた方が賛成に転じた理由はこうであると言うのは、やはりちょっと難しいと思う。私がそれを言うと、真意と離れてしまうというのはあると思うので、そういう言い方はやはり難しい。申し訳ないが。

白井委員

話が戻るが、最後の文言のところで、今回入れなかったのは全く良いが、今後入れるタイミングが、入れて予告になってしまうというか、ECBの前の時とか、いつ入れるかというタイミングがちょっと難しいかなという気もする。10月の初めみたいに、非常に懸念していたから入れた、そこは良いが、今後どうなのだろうか。

白川議長

これは、私が決めるという話ではない。

西村副総裁

いつも同じ文言を入れるという訳では全然ないので。その時その時に応じて…。

亀崎委員

入れない場合はある。ただ、先程おっしゃったように、臨時会合もあるがその時は入らないだろうし、しかし、もう構えに入らなければいけないというような状況は、何となくある。前回は、展望レポートで確認してからというような状況になっていた。高まっていた。その前提がどれ位あるかによるので、ない時は入れないし、その代わり急に臨時会合でやること

もあるだろう、これがなくても。なので、コード化して予告編になるのはまずい。

石田委員

前はあまり予告編になっていなかった。

白井委員

前はそうである。

石田委員

その時に考えるということか。

白川議長

最終的には、フォーミュラがあれば楽ではあるが、やはりフォーミュラがないので、基本的には、経済金融情勢についてここで議論をして、皆の意識の高まりやあるいは意識の揃い方をみて、その時に一番相応しい言葉を使うということである。前回使った表現も、それが全く同じように、次回仮に高まった時であってもその表現が良いかどうか全く分からない。いずれにせよ、何がしか一歩進めた表現を使う時には、その時の議論としかやはり言いようがないと思う。それから、一般的な、日本銀行として必要な時には必要なことをやるという話は、今でも「日本銀行としては、こうした包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進」等々を通じて「粘り強く続けていく」ということを言っている。そういう意味では、別に今でも書いてない訳ではない。言葉というのは、先程も議論になったとおり、急速に陳腐化する。仮に我々自身が前回使った表現が一歩進めた表現であっても、先程、亀崎委員がおっしゃったように、これは何回か使ったらもう全然刺激効果はない。結局、永遠の問題であると思う。今回についてはこれでということで、他にご意見はないか。

ないようであれば、ここで金融市場調節方針の採決を行い、その後対外

公表文の採決を行う。政府出席者には一時ご退席をお願いする。

[政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

白川議長

雨宮理事と金融市場局長には、ここに定められた方針に沿って調節に努めるよう、これをもって指示する。事務局は公表準備を開始するとともに、ただ今の金融市場調節方針に関する採決の結果を入れた対外公表文の議案を作成して頂きたい。

それでは、対外公表文の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

対外公表文の採決の結果は、賛成 9、全員一致である。

白川議長

対外公表文は会合終了後直ちに公表することとしたいと思う。事務局は対外公表文の公表準備を始めて頂きたい。政府出席者を呼び戻して頂きたい。

[政府からの出席者入室]

全員一致である。

VI. 議事要旨（10月27日開催分）の承認

白川議長

最後に、10月27日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りをする。お手許に配付されている議事要旨案について、ご異議はないか。ないようであれば議事要旨の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

白川議長

議事要旨は原案どおり承認された。議事要旨は11月21日月曜日8時50分に对外公表する予定である。

VII. 閉会

白川議長

以上で本日の議事を終了した。次回は、12月20、21日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をお願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

申し上げる。解禁予定時刻は12時49分である。

白川議長

解禁時刻が12時49分となった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようにお願いします。政府出席者の方におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12時44分閉会)

以 上